Shared Research Report
2014/6/4

松井証券（8628）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

主要経営指標の推移 3
直近更新内容 4
　概略 4
業績動向 4
　四半期業績動向 4
　2015 年 3 月期の見通し 7
　中期展望 9
事業内容 10
　概要 10
　サービスと顧客属性 10
　収益構造 19
　市場とバリューチェーン 25
　経営戦略 34
過去の業績 38
　損益計算書 39
　貸借対照表 42
　キャッシュフロー計算書 46
その他情報 47
　沿革 47
　大株主 50
　株主還元 50
　企業概要 51

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要経営指標の推移

損益計算書 （百万円）	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 単独	14年3月期 単独
営業収益	**26,724**	**24,346**	**22,091**	**17,703**	**20,799**	**39,883**
前年比	-33.0%	-8.9%	-9.3%	-19.9%	17.5%	91.8%
純営業収益	**24,464**	**23,276**	**21,320**	**16,728**	**19,915**	**38,738**
前年比	-33.3%	-4.9%	-8.4%	-21.5%	19.1%	94.5%
売上総利益率	91.5%	95.6%	96.5%	94.5%	95.7%	97.1%
営業利益	**9,943**	**11,385**	**8,450**	**7,368**	**10,195**	**27,090**
前年比	-51.9%	14.5%	-25.8%	-12.8%	38.4%	165.7%
営業利益率	37.2%	46.8%	38.3%	41.6%	49.0%	67.9%
経常利益	**9,998**	**11,545**	**8,479**	**7,426**	**10,245**	**27,175**
前年比	-51.8%	15.5%	-26.6%	-12.4%	38.0%	165.3%
経常利益率	37.4%	47.4%	38.4%	41.9%	49.3%	68.1%
当期純利益	**6,921**	**7,661**	**5,410**	**4,263**	**6,427**	**16,300**
前年比	-45.8%	10.7%	-29.4%	-21.2%	50.8%	153.6%
利益率	25.9%	31.5%	24.5%	24.1%	30.9%	40.9%
一株当たりデータ（円）						
期末発行済株式数（千株）	269,260	269,260	269,265	269,265	269,265	269,265
EPS	26.4	29.8	21.1	16.6	25.0	63.5
EPS （潜在株式調整後）	23.5	27.0	19.9	-	-	-
DPS	10	15	15	15	20	50
BPS	269.1	289.0	295.1	296.7	314.9	332.5
貸借対照表　（百万円）						
現金・預金・有価証券	15,839	15,191	17,882	16,479	8,857	12,166
預託金	237,989	246,018	237,094	227,911	300,116	341,812
信用取引資産	115,246	156,429	142,281	135,011	252,751	282,225
流動資産合計	**465,067**	**457,814**	**423,210**	**413,808**	**602,447**	**678,743**
有形固定資産	1,125	1,115	1,160	1,047	927	998
投資その他の資産計	2,300	1,912	2,830	2,191	4,158	5,886
無形固定資産	3,653	5,247	4,529	4,018	3,271	2,726
資産合計	**472,145**	**466,089**	**431,729**	**421,063**	**610,804**	**688,353**
預り金	124,623	132,559	119,354	117,814	151,654	178,071
受入保証金	135,112	133,458	122,989	113,646	149,923	176,619
短期有利子負債	33,330	63,538	62,020	56,550	137,525	176,100
流動負債合計	**369,013**	**389,997**	**354,662**	**343,603**	**528,430**	**600,058**
長期有利子負債	31,104	20	-	25	-	150
固定負債合計	**31,759**	**225**	**207**	**232**	**433**	**1,009**
負債合計	**403,054**	**391,886**	**355,977**	**344,902**	**529,963**	**602,988**
純資産合計	**69,090**	**74,203**	**75,752**	**76,161**	**80,841**	**85,365**
有利子負債（短期及び長期）	64,434	63,558	62,020	56,575	137,525	176,250
キャッシュフロー計算書　（百万円）						
営業活動によるキャッシュフロー	102,118	-44,912	8,639	10,388	-74,775	-18,060
投資活動によるキャッシュフロー	-1,431	-3,272	-1,272	-1,439	-791	-1,142
財務活動によるキャッシュフロー	-74,828	-3,265	-5,310	-9,310	77,102	25,910
財務指標						
総資産利益率（ＲＯＡ）	1.4%	1.6%	1.2%	1.0%	1.2%	2.5%
自己資本純利益率（ＲＯＥ）	9.2%	10.7%	7.2%	5.6%	8.2%	19.6%
純資産比率	14.6%	15.9%	17.5%	18.1%	13.2%	12.4%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

本レポートをもって、株式会社シェアードリサーチは松井証券株式会社のカバレッジを開始する。

業績動向

四半期業績動向

四半期業績推移	13年3月期				14年3月期			
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
営業収益	3,999	3,812	4,519	8,469	13,152	9,038	9,173	8,520
前年比	-8.4%	-17.3%	15.2%	76.3%	228.9%	137.1%	103.0%	0.6%
純営業収益	3,783	3,575	4,316	8,241	12,800	8,799	8,900	8,239
前年比	-8.7%	-17.8%	16.2%	82.3%	238.4%	146.1%	106.2%	-0.0%
受入手数料	2,428	2,292	3,056	6,389	9,925	6,052	5,977	5,395
前年比	-13.3%	-23.0%	23.7%	93.5%	308.8%	164.0%	95.6%	-15.6%
金融収支	1,354	1,282	1,258	1,876	2,868	2,745	2,919	2,842
前年比	-2.2%	-7.8%	1.2%	54.1%	111.8%	114.1%	132.0%	51.5%
販管費	2,407	2,264	2,306	2,742	3,213	2,771	2,825	2,839
前年比	1.7%	-5.4%	-1.7%	21.7%	33.5%	22.4%	22.5%	3.5%
販管費/純営業収益	63.6%	63.3%	53.4%	33.3%	25.1%	31.5%	31.7%	34.5%
営業利益	1,376	1,312	2,009	5,498	9,587	6,028	6,075	5,400
前年比	-22.6%	-33.0%	47.1%	142.6%	596.7%	359.5%	202.4%	-1.8%
営業利益/純営業収益	36.4%	36.7%	46.5%	66.7%	74.9%	68.5%	68.3%	65.5%
経常利益	1,405	1,318	2,011	5,511	9,625	6,041	6,106	5,403
前年比	-22.5%	-32.7%	47.0%	141.0%	585.1%	358.3%	203.6%	-2.0%
経常利益/純営業収益	37.1%	36.9%	46.6%	66.9%	75.2%	68.7%	68.6%	65.6%
当期純利益	974	816	1,220	3,417	5,802	3,633	3,682	3,183
前年比	-9.8%	-29.7%	93.7%	145.3%	495.7%	345.2%	201.8%	-6.8%
当期純利益/純営業収益	25.7%	22.8%	28.3%	41.5%	45.3%	41.3%	41.4%	38.6%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*2012年3月期まで連結決算の数値、2013年3月期以降は単独決算数値。2013年3月期の前年比は参考値。

2014 年 3 月期通期実績

営業収益 39,883 百万円（前期比 91.8%増）、純営業収益 38,738 百万円（同 94.5%増）、営業利益 27,090 百万円（同 165.7%増）、経常利益 27,175 百万円（同 165.2%増）、当期純利益 16,300 百万円（同 153.6%増）となった。

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は、前期比 87%増加した。また、市場全体の個人株式委託売買代金は、前期比 140%増加した。なお、市場における個人株式

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

委託売買代金の割合も、前年同期の 21%から 27%に上昇した。

信用取引の規制緩和に合わせて導入したデイトレード限定の信用取引「一日信用取引」について、発注機能の強化や、銘柄情報の拡充、スマートフォン対応を開始する他、貸付株式の調達が困難なため、通常では売建の取扱いがない銘柄の売建を可能にしたプレミアム空売りサービスを導入する等、利便性の向上に努めた。

受入手数料

受入手数料は 27,349 百万円（同 93.1%増）となった。

委託手数料は 26,180 百万円（同 100.3%増）となった。株式委託売買代金が前期比 212%増加した一方、手数料を徴収しない「一日信用取引」の口座数および株式売買代金が増加した。その結果、2014 年 3 月期の委託手数料率（委託手数料÷株式売買代金）は前期から 0.04%低下し、0.06%となった。

同社によれば、「一日信用取引」に限定した場合、収支は均衡しているという。「一日信用取引」からの収入は、強制決済、現引・現渡に伴う手数料収入、および約定代金 300 万円未満の取引に伴う金利収入であり、費用は取引所に支払う場口銭およびクリアリング費用であった。

また、2014 年 3 月に開始した「プレミアム空売りサービス」に関しては、1 日当たり 200 万円程度の収益であった。

金融収支

信用取引残高は前期比 2.7%増加（出所：同社「月間売買実績・取引口座数等（速報値）のお知らせ」）し、金融収支は 11,373（前期比 97.1%増）となった。

販売費・一般管理費

販売費・一般管理費は、株式委託売買代金の増加に伴い前期比 19.8%増の 11,648 百万円となった。株式売買代金に連動して変動する取引関係費は 4,957 百万円（同 47.7%増）となった。

2014 年 3 月期第 3 四半期実績

営業収益 31,363 百万円（前年同期比 154.4%増）、純営業収益 30,499 百万円（同 161.3%増）、営業利益 21,690 百万円（同 361.8%増）、経常利益 21,772 百万円（同 359.9%増）、当期純利益 13,117 百万円（同 335.7%増）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は、前年同期比 135%増加した。また、市場全体の個人株式委託売買代金は、前年同期比 282%増加した。なお、市場における個人株式委託売買代金の割合も、前年同期の 17%から 28%に上昇した。

個人投資家については、株価上昇の影響により買い余力が向上し取引の拡大につながった。さらに、2013 年 1 月より信用取引の規制緩和が行われたことも売買の増加に大きく寄与した。

受入手数料

受入手数料は 21,954 百万円（同 182.3%増）となった。

委託手数料は 21,111 百万円（同 199.6%増）となった。株式委託売買代金が前年同期比 441%増加した一方、手数料を徴収しない「一日信用取引」の口座数および株式売買代金が増加した。その結果、第 3 四半期累計期間の委託手数料率（委託手数料÷株式売買代金）は前年同期から 0.06%低下し、0.07%となった。

同社によれば、第 3 四半期累計期間における「一日信用取引」に係る収支は均衡しているという。「一日信用取引」からの収入は、強制決済、現引・現渡に伴う手数料収入、および約定代金 300 万円未満の取引に伴う金利収入であり、費用は取引所に支払う場口銭およびクリアリング費用であった。

金融収支

信用取引残高は前年同期比 91.5%増加（出所：同社「月間売買実績・取引口座数等（速報値）のお知らせ」）し、金融収支は前年同期比 119.1%増となった。

販売費・一般管理費

販売費・一般管理費は、株式委託売買代金の増加に伴い前年同期比 26.3%増の 8,809 百万円となった。株式売買代金に連動して変動する取引関係費は 3,717 百万円（同 65.8%増）となった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績へ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 3 月期の見通し

同社は、業績予想を開示していない。主たる事業である証券業の業績が株式市場の動向に大きく影響を受け、業績予想を行うことが困難であることがその理由である。同社は業績に重要な影響を及ぼす株式委託売買代金等の業務実績について、月次で開示している。

関連指標	13年3月期				14年3月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
日経平均株価（円）	9,007	8,870	10,395	12,398	13,677	14,456	16,291	14,828
TOPIX（東証株価指数）	770	737	860	1,035	1,134	1,194	1,302	1,220
二市場売買代金（兆円）	148	130	164	279	432	286	322	311
二市場売買代金（個人）（兆円）	24	22	31	75	127	79	88	72
個人株式売買代金の割合	16.0%	17.2%	19.0%	26.9%	29.4%	27.8%	27.4%	23.1%
松井証券の株式委託売買代金（兆円）	1.73	1.58	2.39	7.08	13.42	8.62	8.93	9.47
二市場売買代金（個人）に占める割合	7.3%	7.1%	7.7%	9.4%	10.6%	10.9%	10.1%	13.2%
松井証券の信用取引残高（百万円）	158,130	146,265	164,800	287,591	284,963	307,136	315,665	295,295
前年比	-7.5%	-1.8%	11.9%	74.1%	80.2%	110.0%	91.5%	2.7%
売残高	19,249	20,576	32,809	33,217	25,134	29,329	34,437	21,926
買残高	138,880	125,689	131,991	254,374	259,829	277,807	281,228	273,369

出所：各種資料よりSR社作成

四半期損益計算書（百万円）	13年3月期				14年3月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
営業収益	3,999	3,812	4,519	8,469	13,152	9,038	9,173	8,520
前年比	-8.4%	-17.3%	15.2%	76.3%	228.9%	137.1%	103.0%	0.6%
純営業収益	3,783	3,575	4,316	8,241	12,800	8,799	8,900	8,239
前年比	-8.7%	-17.8%	16.2%	82.3%	238.4%	146.1%	106.2%	-0.0%
受入手数料	2,428	2,292	3,056	6,389	9,925	6,052	5,977	5,395
前年比	-13.3%	-23.0%	23.7%	93.5%	308.8%	164.0%	95.6%	-15.6%
委託手数料	2,191	2,022	2,833	6,026	9,634	5,749	5,728	5,069
委託手数料率	0.13%	0.13%	0.12%	0.09%	0.07%	0.07%	0.06%	0.05%
その他の受入手数料	237	270	223	363	291	303	249	321
金融収支	1,354	1,282	1,258	1,876	2,868	2,745	2,919	2,842
前年比	-2.2%	-7.8%	1.2%	54.1%	111.8%	114.1%	132.0%	51.5%
金融収益	1,570	1,519	1,461	2,104	3,220	2,984	3,192	3,123
金融費用	216	237	203	228	352	239	273	281
その他の営業収益	1	1	2	-24	7	2	4	-8
販売費・一般管理費	2,407	2,264	2,306	2,742	3,213	2,771	2,825	2,839
前年比	1.7%	-5.4%	-1.7%	21.7%	33.5%	22.4%	22.5%	3.5%
販管費/純営業収益	63.6%	63.3%	53.4%	33.3%	25.1%	31.5%	31.7%	34.5%
営業利益	1,376	1,312	2,009	5,498	9,587	6,028	6,075	5,400
前年比	-22.6%	-33.0%	47.1%	142.6%	596.7%	359.5%	202.4%	-1.8%
営業利益/純営業収益	34.4%	34.4%	44.5%	64.9%	72.9%	66.7%	66.2%	63.4%
経常利益	1,405	1,318	2,011	5,511	9,625	6,041	6,106	5,403
前年比	-22.5%	-32.7%	47.0%	141.0%	585.1%	358.3%	203.6%	-2.0%
経常利益/純営業収益	37.1%	36.9%	46.6%	66.9%	75.2%	68.7%	68.6%	65.6%
当期純利益	974	816	1,220	3,417	5,802	3,633	3,682	3,183
前年比	-9.8%	-29.7%	93.7%	145.3%	495.7%	345.2%	201.8%	-6.8%
当期純利益/純営業収益	25.7%	22.8%	28.3%	41.5%	45.3%	41.3%	41.4%	38.6%

出所：同社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社の業績変動を考える上での主要ファクターとして、個人株式売買代金、個人株式売買代

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

金における同社のシェア、信用取引残高が重要である。

同社の純営業収益は主に委託手数料および金融収支からなる。委託手数料は、株式取引（現物・信用）、先物オプション取引、外国為替証拠金取引（大証 FX）等の手数料である。金融収支は信用取引収益および有価証券貸借取引収益等と信用取引に係る金融費用の差額である。

費用面に関して、変動費は株式売買代金に連動する取引関係費であり、変動費率（変動費/純営業収益）は 8%前後である。固定費はライブドアショック以降の経費削減により、2014 年 3 月期に年間 80～90 億円となった（「収益構造」の項参照）。中期的にも同水準で推移すると SR 社は予想する。

以下に、主要な変動ファクターである株式売買代金、委託手数料率、信用取引残高の変動要因及び株価指数との相関性を示す。

株式売買代金は株式市場動向の影響を受けやすい

株式売買代金の変動要素は、二市場（東京、名古屋の各証券取引所）の個人株式売買代金、個人株式売買代金に占める同社の株式売買代金のシェアである。

2004 年から 2014 年 2 月において、東証株価指数（TOPIX）と二市場の個人株式売買代金の月次数値の相関係数は 0.7 であり、株価指数と個人株式売買代金は相関が強いといえる。

個人株式売買代金に占める同社の株式売買代金のシェアは、オンライン証券における手数料引き下げ競争が沈静化した後の 2008 年 3 月期から 2013 年 3 月期まで 8%前後で安定的に推移していた（「マーケット概略」の項参照）。しかし、2013 年 1 月に、デイトレーダーに有利な「一日信用取引」のサービスを開始したことで、2013 年 3 月期第 4 四半期以降、二市場における個人株式売買代金に占める同社のシェアは上昇傾向にある。

委託手数料率は低下を継続すると予想

同社は、手数料競争に参加しない方針であり、2008 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで同社の委託手数料率は 0.11～0.13%で安定的に推移した。

ただし、「一日信用取引」は手数料が無料（1 注文あたりの約定代金 300 万円未満の顧客に対し 2.0%の金利・貸株料を徴収するのみ。）であり、同社の株式売買代金が拡大したとしても、業績寄与度は限定的である。上述の通り、「一日信用取引」開始以降、同社の株式売買代金は増加しているものの、手数料収入を伴わない株式売買代金が増加しており、2013 年 3 月期第 4 四半期以降、同社の委託手数料率は低下傾向にある。

信用取引残高は株式市場動向の影響を受けやすい

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

信用取引残高は、株式売買代金同様に株式市場の影響を大きく受ける。2004 年以降の東証株価指数と同社の信用取引残高の相関係数は 0.9 であり、株価指数と信用取引残高の相関は強いといえる。

2015 年 3 月期の業績変動要因

景気、株式市場変動の影響を除いて、2015 年 3 月期の同社業績に影響を及ぼす要因として、以下が挙げられる。

- 個人の株式委託売買代金に影響を及ぼす外部環境の変化として、同社は東京証券取引所の呼び値の変更を挙げている。呼び値の変更は2014年1月、2014年7月、2015年の3段階に分けて段階的に行われる予定である。単位呼び値の引き下げにより、デイトレーダーの取引が活発化し、株式委託売買代金の増加に繋がる可能性がある。
- 同社は、2015年3月期に特に注力する施策として、「プレミアム空売り」のサービス拡充を挙げている。順次、同サービスの銘柄数を増やすことで、投資家の利便性を高め、収益の拡大を図る方針である。
- 費用面では、2010年3月期のシステム関連費用の見直しに伴い、資産計上したシステム関連費用の一部が償却を完了することから、減価償却費が2億円程度減少する予定である。

中期展望

同社は中期会社計画を作成・公表していない。SR 社では、中期的に同社の業績は株式市場の影響を大きく受ける構造に変化はないと考える。

一方で、「一日信用取引」を開始したことで、同社の収益構造は徐々に変化するとみる。具体的には、個人売買代金に占めるシェアの上昇、委託手数料率の低下が続くと SR 社は予想する。ただし、「一日信用取引」が同社の利益に及ぼす影響は限定的であるとみている。

中期的な業績影響としては、2014 年 3 月に開始した「プレミアム空売りサービス」の貢献が期待できる。同サービスでは貸株料に加え、プレミアム空売り料を徴収することで、同社の収益機会を拡大することとなるだろう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

概要

1998年に日本で最初に本格的にインターネット株式取引を開始した証券会社である。また、1999年には株式委託手数料の完全自由化に併せ、1日の約定代金合計により手数料が決まる「ボックスレート」を開始するなど、オンライン証券業界において、他社に先駆けて新しいサービスを提供している。

利益を重視し、無暗に多角化を行わない、手数料競争に参加しないといった方針を掲げていることで、同業他社と比較し、低い販管費率、高い営業利益率を確保している。

営業収益の9割程度が株式関連委託手数料および金融収益（2014年3月期）であり、国内株式市場の動向が業績に大きく影響する収益構造である。

長期的な経営戦略として、オンライン証券の手数料競争を一掃し、新たな競争環境を構築する方針である。2013 年 1 月にその手段として、「一日信用取引」を開始、取引頻度の高いデイトレーダーの囲い込みを図り、新たなサービスによる収益化を図るとしている。

手数料競争を避けることで、個人株式売買代金に占める同社のシェアは2005年3月期をピークに低下し、2008年3月期から2013年3月期までは8%前後で推移した。2014年3月期において、「一日信用取引」導入によって、個人株式売買代金に占めるシェアは徐々に上昇傾向にある。取引頻度の高いデイトレーダーの囲い込みに関して、一定の成果を収めているといえよう。

サービスと顧客属性

インターネット取引専業の証券会社として、現物取引、信用取引、先物取引、外国為替保証金取引などのサービスを提供している。

委託手数料収入の約 9 割を、現物取引および信用取引の株式売買委託手数料が占め、金融収支を加えた株式関連収益は、純営業収益の 9 割程度と SR 社は推測する。

同社によれば、「ボックスレート」、「無期限信用取引」などの革新的で、ユニークなサービスを他社に先駆けて提供してきたこと、サポート体制の充実やシステムの安定性などに強みがあるという。

2013 年 1 月に新たなサービスとして、デイトレード専用に、当日限りの信用取引に対して手数料を無料とする「一日信用取引」を開始した。収益貢献は限定的であるが、同社は長期

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

的にオンライン証券の競争状況を覆す戦略と考えている。

現物取引

相対的に高いが、訴求力ある手数料体系を設定

同社は、「ボックスレート」という手数料体系で株式委託売買サービスを提供している。「ボックスレート」は、1 日の約定代金合計により手数料が決定する仕組みであり、1 日の約定代金合計が一定範囲なら、何回取引しても定額料金となる。

ボックスレート

1 日の約定代金合計額	手数料（税抜）
10 万円まで	0 円
30 万円まで	300 円/0 円*
50 万円まで	500 円
100 万円まで	1,000 円
200 万円まで	2,000 円
100 万円増えるごとに 1,000 円加算	
1 億円超	100,000 円（上限）

出所：同社資料

*信用取引口座開設から 6 カ月後の月末まで、1 日の株式約定代金合計が 30 万円まで手数料が無料となる。

同社は手数料競争に参加しない方針であるが、手数料体系を局地的に無料とすることで、顧客に対する訴求力を高めている。具体的には、「ボックスレート」において 1 日の約定代金合計額が 10 万円までは手数料は 0 円としている。その結果、顧客アンケートで、同社を選択した理由として、「手数料が安い」という回答が 1 位になっているという。

実際には、1 日の約定金額が 10 万円以下の売買代金の比率は低いことから、同社の委託手数料率（委託手数料/株式売買代金）全体に与える影響は軽微である。なお、2013 年 3 月期において、同社の委託手数料率はオンライン証券 5 社の中では最も高い水準であったが、2014 年 3 月期は、一日信用取引の影響により委託手数料率が低下したことから、2 番手となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

オンライン証券大手５社の現物取引における株式委託手数料

証券会社名		株式売買手数料	10万円	20万円	30万円	50万円	100万円	200万円	300万円	手数料率 単純平均
松井証券		1日の約定金額合計に対し	0円	300円		500円	1,000円	2,000円	3,000円	0.08%
SBI証券	スタンダードプラン	1注文の約定金額に対し	139円	185円	272円		487円	921円		0.07%
	アクティブプラン	1日の約定金額合計に対し	96円	191円	286円	429円	762円	1,162円	1,562円	0.08%
楽天証券	ワンショットコース	1注文の約定金額に対し	139円	185円	341円		609円	1,152円		0.08%
	いちにち定額コース	1日の約定金額合計に対し	429円				858円	2,000円	3,000円	0.09%
カブドットコム証券		1注文の約定金額に対し	約定金額×0.09%+90円　上限3,690円							0.12%
マネックス証券	取引毎手数料コース	1注文の約定金額に対し	100円	180円	250円	450円	1,500円	3,000円	4,500円	0.12%
	一日定額手数料コース	1日の約定金額合計に対し	約定金額300万円ごとに2,500円							0.08%

出所：各種資料をもとにSR社作成

*単純平均は株式売買手数料÷しきい値の約定金額の単純平均

*マネックス証券の一日定額手数料コースは約定金額300万円ごとに2,500円の株式委託手数料であることから、2,500円÷300万円で算出

信用取引

同社は、信用取引として、制度信用取引、無期限信用取引、一日信用取引を提供している。

制度信用取引と無期限信用取引

制度信用取引では、取引所が指定する貸借銘柄（制度信用取引で信用買いと信用売りが可能な銘柄）と信用銘柄（制度信用取引で信用買いのみ取引可能な銘柄）を取引対象とし、新規建日から６カ月目の応当日を返済期限とする。

一方、同社の無期限信用取引は原則として取引所に上場する全銘柄の信用買いが可能であり、信用売りは同社の選定銘柄が対象で、返済期限は原則無期限である。

> 無期限信用取引：1998 年 12 月に導入された一般信用取引という仕組みを利用している。一般信用取引とは、返済期限や金利、貸株料などを投資家と証券会社の間で自由に設定できる信用取引である。

信用取引の手数料は現物取引と同様に相対的に高い

同業他社が、信用取引の手数料を現物取引より低く設定しているのに対し、同社の信用取引の手数料は、現物取引とあわせた 1 日の約定代金合計により手数料が決定する「ボックスレート」が適用される。1 日の約定代金合計が一定範囲なら、何回取引しても定額料金となる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

オンライン証券大手５社の信用取引における株式委託手数料

証券会社名		株式売買手数料	10万円	20万円	30万円	50万円	100万円	200万円	300万円	単純平均手数料率
松井証券		1日の約定金額合計に対し	0円	300円/0円		500円	1,000円	2,000円	3,000円	0.08%
SBI証券	スタンダードプラン	1注文の約定金額に対し	143円		191円		360円			0.04%
	アクティブプラン	1日の約定金額合計に対し	96円	239円			477円	877円	1,277円	0.06%
楽天証券	ワンショットコース	1注文の約定金額に対し	250円			450円				0.05%
	いちにち定額コース	1日の約定金額合計に対し	429円				858円	2,000円	3,000円	0.09%
カブドットコム証券		1注文の約定金額に対し	99円	179円	249円	449円	760円	940円	1,100円	0.07%
マネックス証券	取引毎手数料コース	1注文の約定金額に対し	100円	180円	250円	450円	1,500円	3,000円	4,500円	0.12%
	一日定額手数料コース	1日の約定金額合計に対し	約定金額300万円ごとに2,500円							0.08%

出所：各種資料をもとにSR社作成

*単純平均は株式売買手数料÷しきい値の約定金額の単純平均

*松井証券の手数料体系において、信用取引口座開設から６カ月後の月末まで、1日の株式約定代金合計が30万円まで手数料が無料となる。

*マネックス証券の一日定額手数料コースは約定金額300万円ごとに2,500円の株式委託手数料であることから、2,500円÷300万円で算出

金利及び貸株料は主要オンライン証券の中で最も高い水準を設定

制度信用取引の買付けは年利 3.1%の金利、売付けは年利 1.15%の貸株料としている。制度信用の買付け金利はネット証券大手５社の中で最も高い水準である。

無期限信用取引の買付けは年利 4.1%の金利、売付けは年利 2.0%の貸株料を徴収する。無期限信用取引の買付け金利および貸株料はネット証券大手５社の中で最も高い設定としている。

オンライン証券大手５社の信用取引における金利および貸株料

証券会社名	制度信用		一般信用		委託	最低委託	一般信用
	金利	貸株料	金利	貸株料	保証率	保証率	売建可能銘柄数
松井証券	3.10%	1.15%	4.10%	2.00%	31%	25%	679
SBI証券	2.80%	1.15%	3.09%	-	33%	20%	-
楽天証券	2.85%	1.10%	3.09%	-	30%	20%	-
カブドットコム証券	2.98%	1.15%	3.60%	1.50%	30%	25%	2,263
マネックス証券	2.80%	1.15%	3.47%	-	30%	25%	-

出所：各種資料をもとにSR社作成

*一般信用売建可能銘柄数は2013年10月15日現在、カブドットコム証券資料

一日信用取引

信用取引の規制緩和

2013 年 1 月に金融商品取引法第 161 条の 2 に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令が一部改正された。これにより、信用取引に係る委託保証金の計算方法等が変更され、同一資金で一日に何度でも信用取引の売買が可能となった（「制度変更」の項参照）。これに併せ、同社は 2013 年 1 月に返済期限が当日のデイトレード専用信用取引サービス「一日信用取引」を開始した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

「一日信用取引」の手数料は 0 円、金利・貸株料は 0～2%

「一日信用取引」において、新規建を行った当日中に反対売買を行った場合、委託手数料は無料となる。ただし、新規建を行った当日の大引けまでに建玉の反対売買または現引・現渡が行われなかった場合、顧客の口座において同社の任意で当該建玉を決済するが、その場合、約定代金に対し 0.3%(最低手数料 20 円)の手数料を徴収する。

「一日信用取引」の金利(買い方)および貸株料(売り方)は、新規建を行った当日においては、1 注文あたりの建金額が 300 万円未満の場合は年利 2.0%、300 万円以上の場合は無料である。翌日以降は、建金額にかかわらず年利 2.0%を徴収する。

「一日信用取引」で、デイトレーダーの囲い込みを図る

同社は、オンライン証券業界の競争環境を覆すと標榜しており、その手段として、「一日信用取引」を導入した。取引頻度の高いデイトレーダーに対する収益依存度が高い他社から顧客を獲得し、デイトレーダーを囲い込む方針である。

長期的には、取引頻度の高いデイトレーダーを集約し、新たなサービスを提供することで、収益獲得機会が拡大すると SR 社は予想する。

「一日信用取引」の利益貢献は、短期的には限定的

「一日信用取引」の利益貢献は軽微であると考えられる。当該サービスから同社が得る収入は、約定代金 300 万円未満の取引にかかる 2.0%の金利・貸株料、同日中に反対売買が行われなかった場合の任意決済にかかる手数料、現引・現渡に伴う手数料に限られる。一方、取引所に支払う場口銭およびクリアリング費用といった売買代金に連動する変動費がかかることから、業績貢献は限定的であると SR 社は推測する。

「プレミアム空売りサービス」を開始

同社は 2014 年 3 月から、「一日信用取引」の付加サービスとして、同業他社においては空売りが出来ない銘柄を対象とした「プレミアム空売りサービス」の提供を開始した。

「プレミアム空売りサービス」では、ボラティリティが高くデイトレードのニーズが高い銘柄を取り扱う。一方でこのような銘柄は貸付株式の調達が困難なため、同業他社では売建てを行うことが出来ない。2014 年 5 月末現在、58 銘柄を対象としている。

「一日信用取引」の「プレミアム空売りサービス」では貸株料（1 注文あたりの建金額が 300 万円未満の場合は年利 2.0%、300 万円以上の場合は無料）に加えて、プレミアム空売り料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

を徴収する。プレミアム空売り料は日々変動し、1 日につき 1 株あたり、前営業日終値の1%を上限とする。同社によれば、2014年４月現在、0.1～0.2%のプレミアム空売り料を徴収している。

SR 社の認識では、「プレミアム空売りサービス」で対象とする銘柄は、主要株価指数に採用されていないこと、特定株主比率が高いことから、通常の信用取引において十分な貸付株式の調達が困難である。一方、「一日信用取引」であれば、返済期限が原則一日、もしくは当日に決済されなかった建玉は翌日に決済されるため、貸付株式の在庫量が通常の信用取引と比較して少量で済み、このようなサービスが可能となった。

サポート体制およびシステムの安定性

サポート体制で高評価を獲得

同社は電話や WEB サイトだけでなく、電話オペレーターがインターネットを通じて案内するリモートサポートなど、さまざまなチャネルを通じたサポートを充実させている。同社によれば、顧客一人当たりのコールセンター人員はオンライン証券大手 5 社の中でトップ水準であり、顧客から高い評価を得ているという。

同社の顧客サポートはHDI-Japan(ヘルプデスク協会)主催の2013年度問合せ窓口格付け(証券業界)において、最高評価である「三つ星」を 3 年連続で獲得した。また、2013 年 8 月には日経ビジネス誌「2013 年版アフターサービス満足度ランキング」において、証券会社部門アフターサービス満足度第 1 位を獲得、2013 年 10 月には、JCSI（日本版顧客満足度指数）調査において、3 年連続で証券業界 1 位の評価を獲得した。

システムの安定性

同社によれば、1998年のオンライン証券事業開始直後に、数十分間のシステムダウンを起こした経験があるという。同社では、その経験をもとにシステム障害対策に力を入れており、取引のない休日を利用して頻繁にシステムのメンテナンスを行っているという。

日本証券業協会「インターネット取引に係るシステム障害件数報告」によれば、2013年暦年のインターネット取引におけるシステム障害件数は、2012年と比較して増加した。この背景として、株式市場の回復により、株式売買が活発化したことが大きいとSR社は推測している。同社によれば、このような状況の中でも、2013年に重大なシステム障害は発生しなかったという。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

インターネット取引に係るシステム障害件数報告

	ログイン不能	売買発注不能	執行遅延	通知遅延
2012年	5	30	10	7
2013年	15	49	9	8

出所：日本証券業協会の資料をもとにSR社作成

*インターネット取引を行う14社の集計結果。 松井証券、マネックス証券、カブドットコム証券、内藤証券、楽天証券、ユナイテッドワールド証券、ＧＭＯクリック証券、 エイチ・エス証券、ＳＢＩ証券、みずほ証券、丸三証券、野村証券、大和証券、 ＳＭＢＣ日興証券

*件数は、国内の証券取引所上場商品の立会時間中における証券取引所市場内取引において発生したもの。 ただし、証券取引所のシステム、通信インフラ等の会員のシステム以外の障害による場合を除く。

顧客属性

アクティブトレーダーが売買代金の大半を占める

オンライン証券会社は、一部のアクティブトレーダーが売買代金の大半を占める

日本証券業協会がインターネット取引を行っている会員（証券会社）に対して行った「インターネット取引に関する調査結果」によれば、2013 年 9 月（2013 年 9 月 1 日～9 月 30 日）に月間約定数 100 回超の顧客が株式売買代金に占める割合は 62.6%であったという。このことから、オンライン証券会社においては、一部の取引頻度が高い顧客が売買代金の大半を占める状況にあることがわかる。

直近1カ月間の株式売買代金に占める100回超約定のあった顧客の株式売買代金の割合

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月
100回以下約定顧客売買代金（百万円）	4,543,171	3,069,962	8,319,642	7,763,293
割合	46%	52%	38%	37%
100回超約定顧客売買代金（百万円）	5,333,504	2,836,434	13,460,212	13,012,679
割合	54%	48%	62%	63%
合計	9,876,675	5,906,396	21,779,854	20,775,972

出所：日本証券業協会「インターネット取引に関する調査」をもとにSR社作成

「一日信用取引」開始以前は、同社においてアクティブトレーダーの売買代金が占める割合は平均的な水準

「一日信用取引」開始以前の 2013 年 3 月期第 3 四半期（2012 年 10 月～12 月）において、同社の月間取引回数 100 回超のアクティブトレーダーの顧客数の割合は 0.5%、約定代金の割合は47%であった。それに対し、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」によれば、2012 年 9 月（2012 年 9 月 1 日～9 月 30 日）の月間約定数 100 回超の顧客の株式売買代金に占める割合は 48%であったという。よって、「一日信用取引」開始以前では、同社において、月間取引回数 100 回超のアクティブトレーダーが占める割合はインターネッ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ト取引全体の同割合を若干下回る水準であった。

「一日信用取引」開始以降、同社においてアクティブトレーダーの売買代金が占める割合は上昇

「一日信用取引」開始から約 1 年経過後の 2014 年 3 月期第 4 四半期（2014 年 1 月～3 月）では、同社における月間取引回数 100 回超のアクティブトレーダーは、顧客の 1%に過ぎないが、約定代金の 75%を占めるに至った。一方、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」によれば、2013 年 9 月末時点（2013 年 9 月 1 日～9 月 30 日）において、月間約定数 100 回超の顧客の株式売買代金の割合は 63%であった。「一日信用取引」の開始により、同社の約定代金に占める月間取引回数 100 回超のアクティブトレーダーの割合は、インターネット取引全体における同割合を上回っている。

ただし、2014 年 3 月期第 4 四半期（2014 年 1 月～3 月）において、「一日信用取引」の影響を除いた場合、月間取引回数 100 回超のアクティブトレーダーの顧客数は全体の 1%、約定代金の 56%であった。よって、「一日信用取引」の影響を除いた場合、同社の月間取引 100 回超のアクティブトレーダーが占める約定代金の割合は、インターネット取引全体における同割合を下回る水準であった。

株式取引顧客の属性（2014 年 3 月期第 4 四半期）

	顧客数（人）	預かり資産（百万円）	約定代金（百万円）
月間取引回数100回超	8,707 (1%)	140,556 (7%)	2,364,779 (75%)
月間取引回数100回以内	927,710 (99%)	1,835,471 (93%)	793,398 (25%)
合計	936,417	1,976,027	3,158,177

出所：同社資料をもとにSR社作成

＊（）内は構成比

株式取引顧客の属性（2014 年 3 月期第 4 四半期）＊「一日信用取引」の影響を除く

	顧客数（人）	預かり資産（百万円）	約定代金（百万円）
月間取引回数100回超	5,944 (1%)	127,408 (7%)	873,634 (56%)
月間取引回数100回以内	924,096 (99%)	1,816,091 (93%)	697,453 (44%)
合計	930,040	1,943,499	1,571,087

出所：同社資料をもとにSR社作成

＊（）内は構成比

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

非アクティブトレーダーが売買代金に占める割合は低い

2014 年 3 月期第 4 四半期において、月間取引回数 10 回以内の非アクティブトレーダーは、同社の顧客数の 94%、預かり資産の 73%を占めた。しかし、約定代金に占める割合は 4%に過ぎなかった。

同社では、このような取引頻度は低いが預かり資産の多い顧客等のニーズをくみ上げ、商品・サービスとして具現化することで、顧客基盤の拡大に努めることを課題としている（「経営戦略」の項参照）。

年代別比率

2014 年 3 月末における同社の年代別顧客数比率は 50 代以上の顧客の比率は約 46%を占めた。また、2014 年 3 月の月間約定代金の年代別顧客では、50 代以上の占める割合が 49%であった。

一方、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果（2013 年 9 月末）」において、株式売買代金に占める 50 代以上の顧客が占める割合は 39%であった。

同社においては、約定代金で 50 代以上の占める割合が、業界平均と比較して高いことがわかる。50 代以上の顧客は手数料よりサポート体制を重視する傾向が強いと考えられ、同社の顧客が、手数料より、サポート体制やシステムの安定性などを評価している証左といえよう。

顧客は手数料水準よりサポートやシステムの安定性を重視

同社の委託手数料率、信用取引金利および貸株料は、同業他社と比較し、高く設定されている。一方、サポート体制は高評価を得ている。また、同業他社と比較してシステムの安定性が高い。このことから、同社の顧客は、手数料に敏感でない層、サポート体制やシステムの安定性を重視する層であると SR 社は推測する。

その結果、SR 社は、松井証券においては、手数料を重視するアクティブデイトレーダーの割合は、SBI 証券や楽天証券と比較して低いと認識している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益構造

収益構造（百万円）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
営業収益	43,691	39,915	26,724	24,346	22,091	17,703	20,799	39,883
前年比	-23.4%	-8.6%	-33.0%	-8.9%	-9.3%	-19.9%	17.5%	91.8%
純営業収益	40,708	36,689	24,464	23,276	21,320	16,728	19,915	38,738
前年比	-24.8%	-9.9%	-33.3%	-4.9%	-8.4%	-21.5%	19.1%	94.5%
受入手数料	26,936	24,521	18,263	17,282	15,037	11,547	14,165	27,349
前年比	-36.6%	-9.0%	-25.5%	-5.4%	-13.0%	-23.2%	22.7%	93.1%
純営業収益構成比率	66.2%	66.8%	74.7%	74.2%	70.5%	69.0%	71.1%	70.6%
委託手数料	24,386	22,085	15,888	15,424	13,455	10,435	13,072	26,180
委託手数料率	0.09%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%	0.10%	0.06%
その他の受入手数料	2,550	2,436	2,375	1,858	1,582	1,112	1,093	1,169
金融収支	13,844	12,158	6,196	5,991	6,283	5,236	5,770	11,374
前年比	16.2%	-12.2%	-49.0%	-3.3%	4.9%	-16.7%	10.2%	97.1%
純営業収益構成比率	34.0%	33.1%	25.3%	25.7%	29.5%	31.3%	29.0%	29.4%
金融収益	16,828	15,384	8,456	7,060	7,053	6,211	6,654	12,519
金融費用	2,984	3,226	2,260	1,069	770	975	884	1,145
その他の営業収益	-73	10	5	4	1	-55	-20	15
販売費・一般管理費	18,160	16,030	14,521	11,891	12,870	9,360	9,719	11,648
前年比	6.6%	-11.7%	-9.4%	-18.1%	8.2%	-27.3%	3.8%	19.8%
純営業収益販管費率	44.6%	43.7%	59.4%	51.1%	60.4%	56.0%	48.8%	30.1%
営業利益	22,547	20,660	9,943	11,385	8,450	7,368	10,195	27,090
前年比	-39.3%	-8.4%	-51.9%	14.5%	-25.8%	-12.8%	38.4%	165.7%
営業利益率（営業利益/純営業収益）	55.4%	56.3%	40.6%	48.9%	39.6%	44.0%	51.2%	69.9%

出所：同社資料よりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

有価証券関連業における固有の勘定科目とその内容および経理処理方法については、「金融商品取引業等に関する内閣府令」および日本証券業協会の自主規制規則である「有価証券関連業経理の統一に関する規則」で定められている。

純営業収益

純営業収益は受入手数料と金融収支が中心

同社の純営業収益は、主に受入手数料（2014 年 3 月期純営業収益構成比 71%）、金融収支（同 29%）から成る。

同社によれば、株式委託売買代金に占める信用取引の割合は 6～7 割である（2014 年 3 月期）という。これに金融収支を併せた信用取引に係る収益は、純営業収益の 6～7 割に相当する。なお、受入手数料中、外国為替保証金取引および先物取引の占める比率は軽微である。

受入手数料（2014 年 3 月期純営業収益構成比 71%）

受入手数料は、委託手数料（2014 年 3 月期受入手数料構成比 95.7%）、その他の受入手数料（同 4.3%）等から成る。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

委託手数料は株式委託手数料が 9 割を占める

委託手数料の主な内訳は、現物取引、信用取引、先物取引、外国為替証拠金取引（大証 FX）に係る手数料である。同社によれば、委託手数料の 9 割が株式委託手数料であるという。委託手数料は、株式、先物取引の売買取引に係る手数料であり、株式売買代金に委託手数料率を乗じた金額となる。

株式売買代金は、株式市場動向の影響を受け、個人株式売買代金、個人株式売買取引に占める同社のシェアによって変動する。2008 年 3 月期以降、個人の株式売買に占める同社のシェアは 8%前後で推移している。

委託手数料率は、同社の手数料戦略によって決まる。同社は、独自の商品提供、コールセンター等のサポート体制の拡充、安定的なシステムの稼働等で差別化を図り、手数料競争に参加しない方針であったことから、同社の委託手数料は同業他社と比較し、相対的に高い設定であった。

その結果、2006 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで、同社の委託手数料率は 0.12%前後で推移した。ただし、手数料無料の「一日信用取引」を開始したことで、2013 年 3 月期第 4 四半期以降、同社の株式売買代金は増加しているものの、手数料収入を伴わない株式売買代金が増加し、委託手数料率は低下傾向にある。

関連指標	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
日経平均株価（円）	17,288	12,526	8,110	11,090	9,755	10,084	12,398	14,828
TOPIX（東証株価指数）	1,714	1,213	774	979	869	854	1,035	1,203
二市場売買代金（兆円）	1,273	1,349	924	707	727	621	721	1,351
二市場売買代金（個人）（兆円）	291	244	165	154	129	110	152	366
個人株式売買代金の割合	22.9%	18.1%	17.8%	21.7%	17.7%	17.7%	21.1%	27.1%
松井証券の株式委託売買代金（兆円）	26.8	19.0	12.8	12.4	10.4	8.1	12.8	40.4
二市場売買代金（個人）に占める割合	9.2%	7.8%	7.7%	8.1%	8.1%	7.4%	8.4%	11.0%

出所：各種資料よりSR社作成

受入手数料（百万円）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
受入手数料	26,936	24,521	18,263	17,282	15,037	11,547	14,165	27,349
委託手数料	24,386	22,085	15,888	15,424	13,455	10,435	13,072	26,180
委託手数料率	0.09%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%	0.10%	0.06%
その他の受入手数料	2,468	2,424	2,374	1,846	1,579	1,111	1,088	1,164

出所：同社資料よりSR社作成
*委託手数料率は、委託手数料÷株式売買代金

金融収支（2014 年 3 月期純営業収益構成比 29%）

金融収支は、金融収益と金融費用の差額であり、信用取引平均残高に金融収支率を乗じた金額である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

金融収益は信用取引に係る金利、貸株料であり、信用取引残高に金利または貸株料の料率を乗じた金額となる。金融費用は、信用取引費用、支払利息などで構成される。信用取引費用は、逆日歩や、信用取引または貸借取引により発生した証券金融会社に対する支払利息および貸株料であり、支払利息は、銀行からの借入金に対する支払利息である。なお、逆日歩は金融収益および金融費用に両建てで計上される。

信用取引残高は、株式売買代金同様に、株式市場の動向に大きく影響を受け変動する。株式市況好転時には買い余力が増し、信用取引残高が増加し、市況悪化時には買い余力が減少し、信用取引残高は減少する傾向がある。

金融収支を信用取引期中平均残高で除して得られる金融収支率は、3.3%前後で安定的に推移している。

金融収支（百万円）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
金融収益	16,828	15,384	8,456	7,060	7,053	6,211	6,654	12,519
金融費用	2,984	3,226	2,260	1,069	770	975	884	1,145
金融収支	13,844	12,158	6,196	5,991	6,283	5,236	5,770	11,374
金融収支率	2.8%	3.4%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.6%
信用取引平残	496,356	360,157	184,991	185,069	190,126	159,855	173,326	314,626
信用取引残高	467,395	231,186	137,768	185,022	159,744	165,141	287,591	295,295
信用取引買残高	437,600	207,842	102,938	146,302	134,117	132,694	254,374	273,369
信用取引売残高	29,794	23,344	34,830	38,721	25,627	32,447	33,217	21,926

出所：同社資料よりSR社作成

*金融収支は、金融収益-金融費用

*金融収支率は、金融収支÷信用取引平残
*信用取引平残は、信用取引残高の期中平均

販売費・一般管理費

販売費・一般管理費は固定費中心

販売費・一般管理費の主な項目は、取引関係費（2014 年 3 月期販管費構成比率 42.6%）、人件費（同 17.8%）、不動産関係費（同 7.8%）、事務費（同 15.0%）、減価償却費（同 14.0%）である。

同社の販売費・一般管理費を変動費と固定費に分解すると、取引関係費中の支払手数料に分類されるクリアリング費用、取引所・協会費に分類される取引所に支払う場口銭は株式売買代金に連動する変動費であるが、それ以外は、固定費の要素が大きいと SR 社は判断している。

同社の固定費は 2007 年 3 月期をピークに減少傾向にある。システムの外部委託契約を見直したことにより、事務委託費が減少していることが主な理由である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

販売費及び一般管理費の内訳（百万円）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
取引関係費	5,182	4,601	4,096	3,630	3,365	3,104	3,356	4,957
支払手数料	747	693	619	597	540	411	438	762
取引所・協会費	1,244	1,059	745	747	838	707	886	1,912
通信・運送費	2,248	2,228	2,115	1,880	1,597	1,493	1,477	1,665
広告宣伝費	920	602	599	391	375	479	538	594
その他	23	19	18	15	15	14	17	24
人件費	1,998	2,169	2,024	1,930	1,974	1,809	1,832	2,075
不動産関係費	409	441	501	1,040	1,128	1,077	925	905
不動産費	317	346	386	392	355	348	319	318
器具・備品費	111	114	135	668	793	749	605	586
事務費	8,848	6,752	6,353	3,139	1,931	1,742	1,625	1,745
事務委託費	8,836	6,745	6,347	3,134	1,925	1,735	1,621	1,740
事務用品費	12	7	6	5	5	6	5	5
減価償却費	1,252	1,076	1,261	1,775	1,825	1,769	1,788	1,635
租税公課	284	243	160	143	118	98	116	226
貸倒引当金繰入額	-	586	-	124	2,378	-346	-36	-68
その他	186	162	125	109	151	108	114	173
販売費及び一般管理費	18,160	16,030	14,521	11,891	12,870	9,360	9,719	11,648
変動費	2,742	2,520	2,112	1,986	1,907	1,659	1,844	3,126
変動費率（変動費÷受入手数料）	10.2%	10.3%	11.6%	11.5%	12.7%	14.4%	13.0%	11.4%
変動費率（変動費÷純営業収益）	6.7%	6.9%	8.6%	8.5%	8.9%	9.9%	9.3%	8.1%
固定費	15,419	13,511	12,409	9,906	10,964	7,701	7,876	8,523

出所：同社資料よりSR社作成

取引関係費のうち、支払手数料の半分、取引所・協会費、通信・運送費の半分が変動費

取引関係費は、支払手数料、取引所・協会費、通信・運送費、広告宣伝費などから成る。支払手数料の約半分、取引所・協会費は株式売買代金に連動する変動費であり、通信・運送費の約半分がログイン口座数に連動する（準）変動費である。

- 支払手数料：同費用項目の約半分は、株式受渡決済に対する株式会社日本証券クリアリング機構（証券取引所の清算・決済を担当する機関）への支払手数料であり、株式委託売買代金に連動する。その他に銀行への支払手数料等を含む。
- 取引所・協会費：証券会社が月々の株式委託売買代金に対して取引所に支払う場口銭が同費用項目の約8割であり、株式委託売買代金に連動する。東京証券取引所とJASDAQへの場口銭の支払額は概ね同程度である。その他に大阪取引所への先物・オプションに関する支払いも含む。
- 同社によれば、純粋に株式委託売買代金に連動する東証、JASDAQ、日本証券クリアリング機構への支払い金額を合算すると、概ね株式委託売買代金の0.005%程度となる。
- 通信・運送費：同費用項目の半分程度が、株式会社QUICKへの株価情報取得に対する支払いであり、月1回でも同社の取引画面にログインした顧客の口座をカウントし、ログイン口座数に応じた料金を支払う契約となっている。その他に東京証券取引所のシステム使用料などを含む。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事務委託費はシステムの保守・管理等に係る支払いが中心

事務委託費は、SCSK（東証 1 部 9719）、IIJ（東証 1 部 3774）などへのシステムの保守や管理に係る費用の支払いが中心となっている。2009 年 6 月以降、システムの外部委託費用を株式売買代金に連動する従量制から固定費用に見直しを行い、契約内容の精査を行うことで、2010 年 3 月期以降に事務委託費は大きく減少した。

減価償却費はソフトウェア償却費が中心

減価償却費のほとんどは、ソフトウェアの償却費が占める。ソフトウェアは、主に SCSK に開発委託し、資産計上のうえ 5 年で償却する。2009 年 6 月以降、事務委託費用におけるシステム管理の見直しを行い、SCSK が開発したシステムを同社が買い取る契約に変更したことから、減価償却費は 2010 年 3 月期以降に増加している。

不動産関係費

不動産費および器具・備品費からなる。器具・備品等はリース料、保守料である。

システム関連費用は用途・性質によって分類され、事務委託費、減価償却費、不動産関係費中の器具・備品費に計上される。2009 年 6 月以降のシステムの外部委託契約見直しにより、これらのシステム関連費用の総額は 2010 年 3 月期に 2009 年 3 月期比で、2,166 百万円減少した。

人件費は安定推移

同社の従業員数は 100 人から 130 人で推移している。従業員平均給与は 6～7 百万円、人件費は 1,800～2,200 百万円で安定的に推移している。2009 年 3 月期以降、平均臨時雇用者数の減少により、その他の報酬給与が減少した。

従業員数（人）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
従業員数	109	109	108	108	117	119	121	124
平均臨時雇用者数	200	214	203	178	169	155	155	-

出所：同社資料よりSR社作成

高い営業利益率を確保する収益構造

上述の通り、支払手数料の半分、取引所・協会費、通信・運送費の半分を変動費とすると、2014 年 3 月期実績の変動費は 3,126 百万円、受入手数料に対する変動費率は 11.4%、純営業収益に対する変動費率は 8.1%、固定費は 8,523 百万円であった。

2014 年 3 月期実績を基に計算すると、損益分岐点純営業収益は 9,270 百万円となる。また、損益分岐点純営業収益を純営業収益の実績で除して求められる損益分岐点比率は、23.9%であった。よって、同社は 2014 年 3 月期の純営業収益が約 4 分の 1 に減少しても、固定費負担を賄い、営業黒字を確保できる収益構造であるといえよう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **低コスト構造と強固な財務体質**：同社は低コストを強みとし、外部環境の悪化に対応し得る費用構造を構築している。2014年3月期実績を基にしたSR社の推計では、同社の損益分岐点比率は23.9%であり、純営業収益が4分の1程度に減少しても、固定費負担を賄い、営業黒字を確保できる費用構造となっている。また、同社の自己資本は2014年3月末で85,365百万円と、オンライン証券大手5社の中でSBI証券に次ぐ水準であった。手数料競争激化、再編・淘汰の状況に耐え得る自己資本を有しているといえよう。
- **手数料水準よりサポート体制やシステムの安定性を重視する顧客を抱えている**:同社は2000年代前半にオンライン証券の手数料競争が激化した中で、手数料を他社と比較して高水準に維持し、サポート体制や商品力を強化することで、顧客を獲得・維持してきた。その結果、同社は、手数料に敏感ではなく、サポート体制やシステムの安定性に魅力を感じている優良顧客の獲得に成功しているとSR社は考える。これにより、同社は2007年3月期以降、高い委託手数料率を維持することが可能であった。また、2013年1月以降の「一日信用取引」導入において、自社の収益を大きく損なわずに、他社のアクティブデイトレーダー獲得を図ることが出来る。
- **社長の知名度、洞察力、実行力**：松井道夫社長は1990年に常務取締役に就任後、同社の主要な戦略の立案と実行を担っている。他社に先駆けて、通信取引への特化、インターネット取引の開始、などを決断した。また、同社によれば社長の高い知名度が顧客獲得に繋がっているという。SR社では、松井道夫社長は長期的、包括的な洞察力で事業環境の変化を捉え、それに対処または活用する決断力、実行力に優れていると認識している。

弱み（Weaknesses）

株式委託売買業務に特化し、収益分散が効いていない：同社は株式委託売買業務に特化し、無暗に収益の多角化を行わない方針としている。その結果、同業他社と比較し、株式委託手数料に対する収益依存度が高い。このような収益構造は、株式市況上昇時には収益増加が見込まれる反面、市況低迷時には収益減少影響を受けやすいといえよう。

非アクティブトレーダーの収益化が課題：2014年4月現在、同社は非アクティブトレーダーの収益化を課題としているが、決定的な解決策を見出していない（「経営戦略」の項参照）。非アクティブトレーダーの収益化に関しては、同業他社が積極的に投資信託を取り扱っているが、同社は投資信託の取り扱いを行っていない。SR社の認識では、投資信託は株式委託手数料と比較して高い販売手数料に加え、残高に応じた信託報酬を得ることができる。また、残高は株式売買代金ほどに株式市場動向の影響を受けないことから、証券会社にとって安定収益源となり得る。なお、同社が投資信託を取り扱わない背景として、販売会社に有利な料金体系が根強く残っている点が挙げられる。同社は、1998年に投資信託の販売手数料を低く設定したことで、投信会社に商品供給を停止させられたという。

- **社長への依存**：上述の通り、同社は経営方針や事業戦略の決定において、松井道夫社長に依存しているとSR社では理解している。一方、社長への依存は、組織力の成長を妨げ、組織として革新を生み出す力を衰退させる要因になり得る。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

オンライン証券の台頭

オンライン証券は 1998 年に誕生し、2006 年 3 月期まで成長

日本で初めて本格的にインターネット株式取引サービスを提供したのは松井証券であり、1998 年 5 月にインターネット取引「ネットストック」を開始した。

日本において、オンライン証券は 1990 年代後半以降のインターネットの普及、1999 年 10 月の株式委託手数料の完全自由化により本格的に普及した。オンライン証券各社は、それ以前の対面営業の証券会社と比較し、営業人員および営業拠点を必要としないため、人件費などの固定費を抑え、低い売買委託手数料設定により、口座数を獲得した。

2000 年代前半にオンライン証券は大手 5 社体制へ

2001 年に IT バブルが崩壊し、株式市場が低迷したことから撤退する会社が相次ぎ、オンライン証券会社は早期に合併・再編を繰り返した。2001 年にイー・ウィング証券と日本オンライン証券が合併しカブドットコム証券となり、2003 年にはイー・トレード証券とフィデス証券が合併し SBI イー・トレード証券に、2005 年にマネックス証券と日興ビーンズ証券が合併しマネックス・ビーンズ証券となった。

その結果、2005 年には、松井証券、SBI 証券、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券のオンライン証券大手 5 社体制となった。個人株式委託売買代金に占めるオンライン証券大手 5 社の株式委託売買代金の割合は、2005 年 3 月期には約 6 割にまで達した。

オンライン証券5社の売買代金と個人の売買代金に占めるシェア

	02年3月期	03年3月期	04年3月期	05年3月期	06年3月期
個人の株式売買代金	52	54	112	156	336
前年比	-	4.3%	107.5%	39.0%	115.4%
オンライン証券5社の売買代金	16	20	55	93	193
前年比	-	26.0%	178.0%	69.2%	107.4%
オンライン証券5社のシェア	30.2%	36.5%	48.9%	59.6%	57.4%

出所：各種資料をもとにSR社作成

*個人の株式売買代金は東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の合計

*オンライン証券5社は松井証券、SBI証券、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券

2001 年以降、手数料競争が激化

2001 年にイー・トレード証券（現 SBI 証券）が日本のオンライン証券に参入し、業界最低水準の手数料設定でオンライン証券サービスを提供、楽天証券が手数料競争に追随した。イー・トレード証券の手数料水準に引きづられ、2000 年代前半にオンライン証券各社の委託

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

手数料率（委託手数料÷株式売買代金）は低下を続けた。

オンライン証券大手 5 社の中でも手数料に対する戦略は異なり、SBI 証券および楽天証券が積極的に手数料競争を行った。一方、同社、マネックス証券、カブドットコム証券は手数料競争には消極的であり、商品、サービスでの差別化を図った。

その結果、SBI 証券および楽天証券の委託手数料率は 2006 年 3 月期には 0.05%台にまで低下した。一方、両証券会社の売買代金が個人株式委託売買代金に占めるシェアは、2005 年 3 月期には 30%を超える水準にまで上昇した。それに反し、同社、マネックス証券、カブドットコム証券のシェアは伸び悩んだ。

2002 年 3 月期までオンライン証券 5 社の中で、個人株式売買代金に占める同社の株式委託売買代金の割合は 1 位であったが、2003 年 3 月期にイー・トレード証券に、2006 年 3 月期には楽天証券に抜かれた。

委託手数料率	02年3月期	03年3月期	04年3月期	05年3月期	06年3月期
松井証券	0.17%	0.17%	0.14%	0.12%	0.12%
SBI証券	-	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%
楽天証券	0.13%	0.10%	0.08%	0.05%	0.05%
マネックス証券	0.21%	0.20%	0.15%	0.11%	0.10%
カブドットコム証券	0.22%	0.14%	0.10%	0.10%	0.09%

出所：各種資料をもとにSR社作成

オンライン証券大手5社の個人売買代金に占めるシェア

	02年3月期	03年3月期	04年3月期	05年3月期	06年3月期
松井証券	10.6%	10.3%	12.2%	13.1%	10.0%
SBI証券	6.9%	10.7%	15.2%	21.1%	23.1%
楽天証券	7.1%	8.1%	9.5%	11.3%	11.1%
マネックス証券	2.6%	2.1%	3.3%	8.7%	8.0%
カブドットコム証券	1.5%	3.0%	4.6%	5.4%	5.2%

出所：各種資料をもとにSR社作成

2006 年 3 月期まで業績は成長

2000 年代前半にオンライン証券大手 5 社の個人株式売買代金に占めるシェアは上昇を続けた。株式市場の好転もあり、オンライン証券大手 5 社の業績は 2006 年 3 月期に収入・利益ともにピークを迎えた。株式委託手数料の拡大に伴い、オンライン証券大手 5 社の営業収益合計額は 2002 年 3 月期の 23,717 百万円から、2006 年 3 月期には 209,175 百万円に、営業利益合計額は 2002 年 3 月期の 2,534 百万円が、2006 年 3 月期に 121,316 百万円となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

オンライン証券大手5社の業績合算値

	02年3月期	03年3月期	04年3月期	05年3月期	06年3月期
営業収益	23,717	32,924	64,667	102,166	209,175
受入手数料	20,212	25,434	52,824	77,572	156,771
金融収益	3,372	7,055	11,093	22,799	46,224
純営業収益	21,718	29,343	60,578	95,173	197,519
販売費・一般管理費	19,184	26,962	32,485	45,068	76,203
営業利益	2,534	2,382	28,090	50,103	121,316

出所：各種資料をもとにSR社作成

*情報開示がないことから、2002年3月期はSBI証券を除く

2007 年 3 月期から 2012 年 3 月期までオンライン証券業界は調整

ライブドアショック以降、オンライン証券の業績は下降

2006 年 1 月のライブドアショック以降、個人株式売買代金は急速に減少し、2008 年 9 月のリーマン・ショックにより、さらに縮小した。二市場（東京証券取引所および名古屋証券取引所）における個人株式売買代金は、2007 年 3 月期から 6 期連続で減少を続け、2006 年 3 月期の 336 兆円が 2012 年 3 月期には 110 兆円に減少した。

オンライン証券は、個人売買代金に対する収益依存度が高いことから、各社の業績は、2007 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで減収減益を継続した。コスト削減努力により、営業赤字の計上は免れたが、オンライン証券大手 5 社の営業利益合計は、2006 年 3 月期ピーク時の 121,316 百万円から、2012 年 3 月期には 23,972 百万円にまで減少した。

オンライン証券大手5社の業績合算値

	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期
営業収益	189,165	184,174	137,783	127,977	124,543	110,726	124,775
受入手数料	123,174	113,908	86,169	79,723	74,157	64,303	74,532
金融収益	56,574	62,656	46,370	37,227	38,436	35,458	37,896
純営業収益	176,366	166,800	125,887	117,387	114,430	101,032	116,030
販売費・一般管理費	90,940	94,706	86,464	79,281	82,542	77,057	79,006
営業利益	85,424	72,094	35,657	38,105	31,886	23,972	37,496

出所：各種資料をもとにSR社作成

2000 年代後半に大手 6 社体制が鮮明に

2006 年 3 月期以降も、個人株式売買代金に占めるオンライン証券大手 5 社の売買代金の比率は徐々に上昇を続けた。2007 年の SBI イー・トレード証券とワールド日栄フロンティア証券の合併、2010 年のマネックス・ビーンズ証券とオリックス証券の合併により、個人売買代金に占めるオンライン証券大手 5 社の売買代金の占める割合はさらに上昇した。

加えて、2005 年に GMO クリック証券が新規に参入し、業界最低水準の手数料設定により、シェアを高め、2012 年 3 月期には楽天証券に次ぐ売買代金シェアを有するにまで成長した。その結果、オンライン証券業界は、既存の大手 5 社に GMO クリック証券を加えた大手 6 社

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

の寡占化が鮮明となった。2013 年 3 月期において、個人の株式売買代金に占めるオンライン証券大手 6 社の売買代金が占める割合は約 8 割にまで達した。

オンライン証券大手の売買代金と個人売買代金に占めるシェア

	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期
個人の株式売買代金	291	244	165	154	129	110	152
前年比	-13.4%	-16.1%	-32.6%	-6.7%	-16.3%	-14.4%	38.4%
オンライン証券大手5社の売買代金	188	169	120	107	91	78	109
前年比	-2.6%	-9.8%	-28.9%	-11.5%	-14.6%	-14.9%	39.9%
オンライン証券大手5社のシェア	64.5%	69.3%	73.1%	69.4%	70.9%	70.4%	71.2%
オンライン証券大手6社の売買代金	-	173	126	113	99	86	121
前年比	-	-	-27.6%	-9.8%	-12.8%	-12.4%	39.4%
オンライン証券大手6社のシェア	-	71.0%	76.3%	73.7%	76.8%	78.5%	79.1%

出所：各種資料をもとにSR社作成
*個人の株式売買代金は東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の合計
*オンライン証券5社は松井証券、SBI証券、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券
*オンライン証券6社は松井証券、SBI証券、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券、GMOクリック証券

総合証券の参入は不発

2007 年 3 月期に野村證券がジョインベスト証券を設立し、オンライン証券に参入した。しかし、既にオンライン証券の新規口座数増加ペースが落ち着いており、手数料が十分に低下していたことから、ジョインベスト証券は、口座数獲得、手数料収入に伸び悩んだ。2008 年 3 月期には 60 億円の当期純損失を計上した。収益改善を図るべく 2008 年 6 月に値上げを発表したが、2009 年 3 月期も 47 億円の当期純損失を計上した。2009 年 11 月には野村證券と合併（2011 年 10 月に、「野村ネット＆コール」に変更）した。

オンライン証券大手 6 社のシェアは安定

2008 年 3 月期以降は、合併によるシェアの変動、GMO クリック証券のシェア上昇を除けば、オンライン証券大手 6 社の間で大きなシェアの変動はない。カブドットコム証券が 2011 年 3 月期以降、手数料引き下げに積極的となり、緩やかにシェアを上げつつある。

委託手数料率	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期
松井証券	0.09%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%	0.10%
SBI証券	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%
楽天証券	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.06%	0.06%
マネックス証券	0.11%	0.11%	0.11%	0.12%	0.10%	0.10%	0.09%
カブドットコム証券	0.08%	0.08%	0.09%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%

出所：各種資料をもとにSR社作成

2013 年 3 月期以降

株式市場の回復とそれに伴う個人売買代金の増加により、2013 年 3 月期から、オンライン証券の業績は回復傾向にある。一方で、各社の委託手数料率は低下傾向にある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

委託手数料率が低下傾向

2007 年 3 月期以降にオンライン証券の手数料競争は沈静化し、2012 年 3 月期まで各社の委託手数料率は安定的に推移した。一方、カブドットコム証券は、2010 年 3 月期以降に信用取引大口顧客の手数料無料化対象の拡大、2012 年 3 月期の現物手数料の改定などにより、手数料割引に積極的な姿勢を示しており、2011 年 3 月以降、徐々に委託手数料率が低下傾向にある。また、同社は 2013 年 1 月に返済期日を当日に限定した信用取引の手数料を無料とする「一日信用取引」を導入し、デイトレーダー限定で、実質的な手数料の引き下げを行っており、2013 年 3 月期以降、委託手数料率が低下傾向にある。

委託手数料率の低下により、カブドットコム証券は 2011 年 3 月期以降、同社は 2013 年 3 月期以降に個人売買代金に占めるシェアが上昇傾向にあり、両社の施策は一定の成果を得ているといえよう。

制度変更

戦後の日本の金融業界は大蔵省による護送船団方式の下で、業務範囲及び競争が制限されていた。外国からの金融自由化の圧力と、東京市場の空洞化危機に対応するために、1996 年に第 2 次橋本内閣が金融ビッグバンを提唱し、金融システム改革を行った。

オンライン証券の発展に関連する制度変更として、「株式委託手数料の自由化」、「一般信用取引」、「信用取引の委託保証金に関する制度変更」に関して、以下に概要を説明する。

株式委託手数料の自由化

1998 年 4 月の証券取引受託契約準則の改正により、売買代金 5 千万円超の取引に係る部分について自由化が行われた。さらに 1999 年 10 月に株式委託手数料は完全自由化され、証券会社が独自に手数料体系を定めることができるようになった。

一般信用取引

1998 年 12 月の証券取引法改正により、返済期限、金利・貸株料、権利処理方法等を投資家と証券会社との間で自由に定めることができることとなった。

信用取引の委託保証金に関する制度変更

2013 年 1 月から、「金融商品取引法第 161 条の 2 に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」の施行および取引所規制の改正により、信用取引の委託保証金の計算方法の見直しが行われた。

これにより、信用取引における委託保証金の拘束期間が、受渡日基準から約定日基準に変更

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

となった。従来は、信用取引で日計り取引を行った場合、一度使用した保証金は、同日中の新たな信用取引の保証金に使用することが禁止されていたことから、同一資金での売買回数に制限があった。改正後は建玉の返済後、旧建玉にかかる委託保証金を、新規建玉にかかる委託保証金に充当し、同一資金で一日に何度でも信用取引の売買が可能となった。加えて、受渡日前であっても、反対売買による確定利益を、委託保証金残高として算入することが可能となった。

競合状況

オンライン証券各社の収益構造は、株式を中心とした委託手数料と金融収益の構成比率が高く、業績は株式市場変動の影響を受けやすいという特徴は共通である。オンライン証券大手5 社では、それぞれ手数料戦略、多角化戦略に各社の特徴があり、業績は、特徴を反映している。

オンライン証券大手5社の業績

2013年3月期（百万円）	松井証券	SBI証券	楽天証券	マネックス証券	カブドットコム証券
営業収益計	20,799	43,402	24,548	22,894	13,132
純営業収益	19,915	40,496	23,469	20,678	11,472
委託手数料	13,072	17,305	12,848	10,349	6,211
純営業収益構成比率	65.6%	42.7%	54.7%	50.0%	54.1%
募集・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱手数料	-	1,858	1,065	493	205
純営業収益構成比率	-	4.6%	4.5%	2.4%	1.8%
その他の受入手数料	1,088	3,917	2,550	1,828	1,389
純営業収益構成比率	5.5%	9.7%	10.9%	8.8%	12.1%
トレーディング損益	-26	6,731	1,235	3,122	159
純営業収益構成比率	-0.1%	16.6%	5.3%	15.1%	1.4%
金融収支	5,770	10,187	5,094	4,681	3,506
純営業収益構成比率	29.0%	25.2%	21.7%	22.6%	30.6%
その他	11	498	677	205	-
純営業収益構成比率	0.1%	1.2%	2.9%	1.0%	-
販売費・一般管理費	9,719	29,017	16,404	15,801	7,589
販管費/純営業収益	48.8%	71.7%	69.9%	76.4%	66.2%
営業利益	10,195	11,478	7,064	4,877	3,882
営業利益/純営業収益	51.2%	28.3%	30.1%	23.6%	33.8%
純資産合計	80,841	146,257	41,208	41,660	35,937

出所：各社資料をもとにSR社作成

*マネックス証券はマネックス証券株式会社（日本基準）の業績

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

オンライン証券大手5社の特徴

	松井証券	SBI証券	楽天証券	マネックス証券	カブドットコム証券
手数料競争	消極的	積極的	積極的	消極的	積極的に変化
委託手数料率（%）	0.102%	0.051%	0.056%	0.094%	0.055%
多角化	消極的	積極的	積極的	積極的	積極的
取扱いファンド数	0	1,525	1,290	1,124	430
差別化要素	・一日信用取引 ・プレミアム空売り	手数料	手数料	海外戦略に積極的	一般信用売りの銘柄数

出所：各社資料をもとにSR社作成

*委託手数料率は2013年3月期を基準に算出

*取扱いファンド数は2014年3月現在

手数料戦略

SBI 証券、楽天証券は 2000 年代前半から割安な手数料で顧客を獲得する戦略である。一方、同社、マネックス証券、カブドットコム証券は、手数料競争に消極的であった。しかし、2010 年 3 月期以降にカブドットコム証券が、2013 年 3 月期以降に同社が手数料引き下げに積極的な姿勢を採り始めている。

カブドットコム証券は、2010 年 3 月期以降、信用取引大口顧客に対する手数料無料化対象の拡大、2012 年 3 月期の現物手数料の改定などにより、手数料率を引き下げを積極化させている。

また、同社は、2013 年 3 月期第 4 四半期に「一日信用取引」を開始し、2013 年 3 月期以降、委託手数料率は低下傾向にある。

実質的な手数料引き下げにより、カブドットコム証券および同社の株式売買代金に占めるシェアは上昇傾向にある。2014 年 3 月期以降、各社の対応策と、業界全体として委託手数料率の動きは、同社の業績を予想するうえで、注視すべき点である。

多角化戦略

同社を除く、SBI 証券、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券は投資信託の取扱いに積極的である。SBI 証券、楽天証券、マネックス証券は 1,000 本を超える投資信託を取り扱っており、カブドットコム証券はグループ会社の三菱 UFJ 投信株式会社との連携により、投資信託のラインナップを拡充させている。

その結果、同社を除くオンライン証券大手 5 社の実績において、投資信託の販売手数料を含む募集・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱手数料、および投資信託代行手数料を含むその他の受入手数料の純営業収益に対する構成比率は 10～15%であった。一方、株式委託手数料を主体とする委託手数料の純営業収益に対する構成比率は 40～55%であった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、投資信託を取り扱っておらず、株式取引に注力していることから、純営業収益に占める募集・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱手数料、その他の受入手数料の比率は約 5%に留まる。一方、株式委託手数料を主体とする委託手数料の純営業収益に対する構成比率は 66%であった。

競合他社

SBI 証券

最大手のディスカウントブローカー

SBI ホールディングス（東証 1 部 8473）の子会社。1944 年設立の大沢証券株式会社を母体に、1999 年 10 月にイー・トレード証券がインターネット証券取引サービスを開始した。イー・トレード証券は、2005 年にフィデス証券を吸収合併、2007 年 10 月に SBI 証券（旧ワールド日栄フロンティア証券）と合併し、SBI イー・トレード証券となった。2008 年 8 月、SBI 証券は SBI ホールディングスにより完全子会社化された。同持株会社傘下には銀行業・損保業・資産運用業などがある。

SBI 証券は、業界最低水準の手数料により、2000 年代前半に個人売買代金のシェアを高め、2014 年 3 月現在、口座数、預り資産、売買代金などで業界最大規模を誇る。

楽天証券

楽天株式会社（東証 1 部 4755）の子会社。1999 年 3 月、米国 DLJ や住友銀行などの出資により、DLJ ディレクト SFG 証券株式会社を設立。1999 年 6 月、インターネット証券取引サービスを開始した。2003 年 11 月に楽天が DLJ ディレクト SFG 証券を子会社化、2004 年 7 月に楽天証券に社名を変更した。

SBI 証券と同様に、2000 年代前半に手数料引き下げを積極的に進め、個人売買代金に占めるシェアを高めた。楽天グループ内の連携を進め、顧客誘導、投信販売、ポイント提携などを行っている。

カブドットコム証券（東証 1 部 8703）

三菱 UFJ フィナンシャルグループのオンライン証券

2001 年 4 月、伊藤忠商事株式会社（東証 1 部 8001)が出資する日本オンライン証券と旧三和銀行グループのイ-・ウィング証券が合併して誕生した。2006 年 1 月、旧三菱 UFJ 証券子会社の Me ネット証券と合併。2007 年 6 月、株式会社三菱 UFJ フィナンシャルグループ（東証 1 部 8306）の連結対象となり、日本格付研究所からオンライン証券で最上位の A +格を

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

獲得した。

オンライン証券で唯一、システムを内製化していること、ネット証券唯一のメガバンクブループであることを特徴とする。銀行との連携を深めており、銀行顧客の獲得、特にシニア層の拡大に積極的である。50～60 代の取引シェアは、「シニア割引」などの施策や MUFG ブランドにより相対的に高い。

返済期限を 13 日に限定し、株式を調達しにくい銘柄の信用売りを可能とする「一般信用（売短）」を 2012 年２月から提供している。一般信用の売建可能銘柄数は業界一を誇る。

マネックスグループ（東証 1 部 8698）

独立系オンライン証券、世界の個人投資家に機関投資家水準の金融サービスを提供する方針で、多角化戦略を採る

1999 年４月、ソニーと現社長松本大氏の共同出資により設立、2005 年５月に日興ビーンズ証券と、2010 年５月にオリックス証券と合併し、規模を拡大した。2010 年には中国 BOOM 証券グループを、2011 年には米国 TradeStation グループを傘下に納めるなど、海外展開も積極的に進めている。

マネックス証券を中心に、外国為替証拠金取引を専門に提供する株式会社マネックス FX、米国のオンライン証券事業、技術開発を担う TradeStation Group,Inc.、中国オンライン証券を傘下に抱える。

収益多角化の結果、株式委託手数料以外の収益構成比率も高いが、高コスト体質である。2013 年 3 月期実績を基にした比較で、マネックス証券（単独）は、委託手数料率は松井証券に次ぐ水準でありながら、オンライン証券 5 社の中で最も販管費率が高く、最も営業利益率が低い収益構造であった。

最先端の金融 IT 技術を用いてグローバル取引プラットフォームの内製開発を進め、差別化を図るとともに、固定費の削減を進める方針としている。引き続き手数料競争には消極的であり、高付加価値と多角化を推進すると SR 社は予想する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

経営戦略

SR 社の認識では、松井証券は 1918 年創業の中堅証券会社であったが、現社長の松井道夫氏が入社、1990 年に常務取締役に就任後に、大きな変化を遂げた。現在の同社の経営戦略は、松井道夫社長の経営哲学に基づいているが、それは、日本郵船での勤務経験がベースとなっているという。

経営哲学の基本は日本郵船での勤務経験

松井道夫社長は、一橋大学卒業後の 1976 年から 1987 年まで、日本郵船株式会社（東証 1 部 9101）に勤務した経験を持つ。日本郵船勤務時代、海運業界にコンテナ船が導入され、価格競争が激化、それ以前の長期間続いた運賃同盟が崩壊し、コンテナ船の運賃が 20 分の 1 にまで低下するという競争環境の変化を経験したという。

松井道夫氏は 1987 年に松井証券に入社し、1990 年に常務取締役営業本部長に就任した。当時の証券業界は、大蔵省と大手四大証券を中心とした護送船団方式で成り立っており、競争原理が働かない状況であった。氏は、証券業界はいずれ自由化の波に晒され、海運業界同様の競争環境に陥ると考え、松井証券の構造変革を進めた。具体的には、対面営業が証券会社の主流であった 1990 年代前半に、歩合外務員を中心とした収益構造から、電話注文中心の株式取引委託体制へ移行、バブル経済崩壊後の経営環境の中で、株式委託手数料収入の拡大に成功した。

その後、同社は、「顧客中心主義」で革新的なサービスを提供するという経営哲学に基づき、証券業界の慣習を覆して、1996 年に株式保護預かり口座手数料の無料化を行い、1997 年に店頭株式手数料を半額とした。そして、1998 年に日本において初の本格的インターネット取引サービスを開始、1999 年の株式委託手数料の完全自由化に併せ、一日定額制の手数料体系「ボックスレート」を開始するなど、他社に先駆けて、新しいサービスを提供し続けている。

また、同社は競争環境の変化に対応するためには、低コスト体制が重要と考え、「無暗な多角化をしない」、「無駄なことはしない」を基本方針としている。そのため、固定費を抑えた費用構造を構築しており、同業他社と比較して、損益分岐点比率は低く抑えられている。

オンライン証券業界の手数料競争を覆す

SR 社の認識では、2001 年にイー・トレード証券（現 SBI 証券）が日本のオンライン証券に参入し、手数料引き下げ競争が始まった。2006 年以降、オンライン証券の業績低迷とオンライン証券大手 5 社の寡占化により、手数料競争はいったん終息した。しかし、2011 年 3 月期以降、カブドットコム証券が手数料引き下げ積極化に方針を転換し、2013 年 1 月に同社が

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

「一日信用取引」を導入したことで、オンライン証券の手数料引き下げ競争は再燃しつつあるとみている。

同社は、オンライン証券業界における手数料引き下げ競争は、各社の収益性低下と共倒れを招くと考え、同社主導で現状の競争状況を覆すと標榜している。その手段として、2013年1月に手数料無料、金利0～2%の「一日信用取引」を導入した。

同社は、デイトレーダーの株式委託手数料に依存し、手数料競争により差別化を図っているオンライン証券業界の競争環境再構築を目指している。「一日信用取引」導入により、日計りの手数料を無料化することで、オンライン証券会社がデイトレーダーを囲い込んでも、儲からない仕組みの構築を試みている。

「一日信用取引」でデイトレーダーの囲い込みを狙う

同社は、オンライン証券業界における手数料競争には加わらず、相対的に高い委託手数料率を維持してきたことで、同業他社と比較し高い収益性を確保してきた。一方、相対的に高い手数料設定としていたことから、手数料に敏感なデイトレーダーの獲得が遅れ、2005年3月期から2009年3月期まで、個人株式売買代金に占める同社のシェアは低下を続けたという。

SR社は「一日信用取引」による直接的な収益貢献は限定的であると考える。一方、取引頻度の高いアクティブデイトレーダーの比率は、手数料を低く設定しているSBI証券や楽天証券で相対的に高く、同社のように手数料の高い証券会社では低いと推測する。よって「一日信用取引」は同社の収益悪化要因とはならないが、他社のアクティブデイトレーダーを呼び込む要素となり得る。また、他社は収益源を失うことになるため、同様のサービスを行うことが出来ない。松井道夫社長は、「一日信用取引」によるデイトレーダーの囲い込み戦略は、孫氏の兵法「敵を知り、己を知れば、百戦危うからず」に基づくとしている。

同社は、先ずは、他のオンライン証券会社がアクティブデイトレーダーを囲い込んでも利益が出ない仕組みを創り、オンライン証券の競争構造を根本的に変えることを目論んでいる。同社によれば、手数料しか差別化要因がないようなオンライン証券を淘汰し、新しいビジネスを構築するまでは「一日信用取引」を辞めない意向であるという。他社が金利で競争を仕掛けてくる場合には、金利を引き下げて対抗する方針である。

競争に対する優位性

「一日信用取引」によりアクティブトレーダーの囲い込みを図る競争を勝ち抜く優位性として、同社は、他社と比較して、取引頻度の高いアクティブデイトレーダーに対する収益依存度が低いと推測されることに加え、同社の費用構造と自己資本が挙げられよう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SR 社は、2014 年 3 月期業績を基に、取引関係費の一部を変動費とみなし、同社の固定費を 8,523 百万円、変動費率 8.1%程度、損益分岐点営業収益は 9,270 百万円と算定した。2014 年 3 月期の純営業収入が 4 分の 1 程度に減少しても営業黒字を確保できる収益構造となっている。

また、同社は、多角化戦略を採らず、内部留保を積み上げ、2014 年 3 月末で 85,365 百万円の自己資本を有している。これは、オンライン証券大手 5 社中、SBI 証券に次ぐ 2 番目の水準である。同社の固定費が 8,523 百万円であることを考えれば、無収入でも約 10 年間は事業継続可能といえよう。

信用取引市場の拡大余地

オンライン証券の手数料競争が終焉した後に、事業構造化がどのように変化するかは明らかにされていないが、同社は信用取引市場の拡大を想定し、デイトレーダーを囲い込むことで、一定のプレゼンスを確保し、金利収入を中心とした収益拡大を目論んでいると SR 社は予想する。この点に関して、同社は市場拡大により、低単価でも大きな収益源を獲得できると見込んでいるという。

信用取引市場の拡大余地に関して、同社は 2013 年 1 月の内閣府令変更による信用取引の委託保証金の計算方法変更は、戦前の清算取引（個別銘柄の差金決済取引）復活に匹敵する制度変更であったと捉えているという。信用取引で 1 日何回も差金決済が実質的に可能となることで、株式取引市場は個人を主体として、拡大するとみている。

「プレミアム空売りサービス」の開始

「一日信用取引」自体の収益貢献は限定的であるが、デイトレーダーを囲い込むことにより、収益獲得機会が拡大すると SR 社は考える。その一環として、同社は「一日信用取引」の付加サービス「プレミアム空売りサービス」を 2014 年 3 月に開始した。

「プレミアム空売りサービス」では、ボラティリティが高くデイトレードのニーズが高い銘柄を取り扱う。一方で、こうした銘柄は貸付株式の調達が困難なため、同業他社では売建てを行うことが出来ない銘柄の空売りを可能とする。2014 年 5 月末現在、58 銘柄を対象としている。

「一日信用取引」のプレミアム空売りは貸株料（1 注文あたりの建金額が 300 万円未満の場合は年利 2.0%、300 万円以上の場合は無料）に加えて、プレミアム空売り料を徴収する。プレミアム空売り料は日々変動し、1 日につき 1 株あたり、前営業日終値の 1%を上限とする。同社によれば、2014 年 4 月現在、前営業日終値の 0.1～0.2%をプレミアム空売り料と

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

して徴収している。

同社独自のサービスとして、他社に対する差別化要素となることに加え、金利収入獲得機会として期待できる。

非アクティブトレーダーの収益化が課題

2014 年 3 月期第 4 四半期（2014 年 1 月～3 月）において、月間取引回数 10 回以内の非アクティブトレーダーは、同社の顧客数の 94%、預かり資産の 73%を占めた。しかし、約定代金に占める割合は 4%に過ぎなかった。同社では、このような取引頻度は低いが預かり資産の多い顧客等のニーズをくみ上げ、商品・サービスとして具現化することで、顧客基盤の拡大に努めることを課題としている。

2014 年 4 月現在、非アクティブトレーダーは同社の業績に、ほとんど貢献していないといえよう。同社は中期的にこのような非アクティブトレーダーを収益化する方法を模索している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の業績

2013 年 3 月期決算実績

営業収益 20,799 百万円（前期比 17.5%増）、純営業収益 19,915 百万円（同 19.0%増）、営業利益 10,195 百万円（同 38.5%増）、経常利益 10,245 百万円（同 38.1%増）、当期純利益 6,427 百万円（同 51.0%増）となった。

外部環境

日経平均株価は期首に 10,000 円台であったが、2012 年 6 月初旬には年初来安値となる 8,200 円台まで下落した。2012 年 11 月半ばに衆議院の解散が決定され、積極的な金融緩和策への期待を背景に株価は上昇に転じ、安倍政権発足以降も、円安が加速し株価は上昇。2013 年 3 月末の株価は 12,000 円台を回復した。

二市場(東京、名古屋の各証券取引所)合計の株式売買代金は、前期比 16%増加した。また、市場全体の個人株式委託売買代金は、前年同期比 38%増加した。市場における個人の株式委託売買代金の割合も、前年同期の 18%から 21%に上昇した。

個人投資家については、株価上昇に伴い信用評価損益率が改善し、買い余力が向上したことから取引の拡大につながった。さらに、2013 年 1 月より信用取引の規制緩和が行われたことも売買の増加に寄与した。

受入手数料

受入手数料は 14,165 百万円（同 22.7%増）となった。そのうち、委託手数料は 13,072 百万円（同 25.3%増）となった。第 4 四半期に開始した「一日信用取引」の影響により、市場全体の個人株式委託売買代金に占める同社のシェアは前期比 1.0 ポイント上昇し、8.4%となった。その結果、株式委託売買代金は前期比 57%増加した。一方、第 4 四半期に開始した「一日信用取引」の影響により、委託手数料率（委託手数料÷株式売買代金）は前期比 0.03 ポイント低下し、0.10%となった。

金融収支

金融収益から金融費用を指し引いた金融収支は 5,770 百万円（同 10.2%増）となった。
信用取引残高が前期比 70.9%増加し、期中信用取引平均残高が増加した。

販売費・一般管理費

販売費・一般管理費は、9,719 百万円（同 3.8%増）となった。うち、取引関係費は 3,356 百万円（同 8.1%増）、事務費は 1,625 百万円（同 6.7%減）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書（百万円）	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 単独	14年3月期 単独
営業収益	**26,724**	**24,346**	**22,091**	**17,703**	**20,799**	**39,883**
前年比	-33.0%	-8.9%	-9.3%	-19.9%	17.5%	91.8%
金融費用	2,260	1,069	770	975	884	1,145
純営業収益	**24,464**	**23,276**	**21,320**	**16,728**	**19,915**	**38,738**
前年比	-33.3%	-4.9%	-8.4%	-21.5%	19.1%	94.5%
純益業収益率	91.5%	95.6%	96.5%	94.5%	95.7%	97.1%
販売費及び一般管理費	14,521	11,891	12,870	9,360	9,719	11,648
営業収益販管費比率	54.3%	48.8%	58.3%	52.9%	46.7%	29.2%
営業利益	**9,943**	**11,385**	**8,450**	**7,368**	**10,195**	**27,090**
前年比	-51.9%	14.5%	-25.8%	-12.8%	38.4%	165.7%
営業利益率	37.2%	46.8%	38.3%	41.6%	49.0%	67.9%
営業外収益	83	190	34	64	50	87
営業外費用	28	30	5	5	-	3
経常利益	**9,998**	**11,545**	**8,479**	**7,426**	**10,245**	**27,175**
前年比	-51.8%	15.5%	-26.6%	-12.4%	38.0%	165.3%
経常利益率	37.4%	47.4%	38.4%	41.9%	49.3%	68.1%
特別利益	1,600	1,259	646	43	118	-
特別損失	17	22	15	5	81	827
法人税等	4,661	5,121	3,700	3,202	3,855	10,048
税率	40.2%	40.1%	40.6%	42.9%	37.5%	38.1%
当期純利益	**6,921**	**7,661**	**5,410**	**4,263**	**6,427**	**16,300**
前年比	-45.8%	10.7%	-29.4%	-21.2%	50.8%	153.6%
利益率（マージン）	25.9%	31.5%	24.5%	24.1%	30.9%	40.9%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2012 年 3 月期

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は前期比 15%減少した。個人投資家についても、株価低迷の影響を受けて、買い余力が低下し、二市場合計における個人の株式委託売買代金は前期比 14%減少した。

同社の株式委託売買代金は、個人の株式委託売買代金の減少に伴い前期比 23%減少した。その結果、委託手数料は 10,435 百万円（前期比 22.4%減）となった。また、信用取引平均残高の減少により、金融収支は 5,236 百万円（同 16.7%減）となった。

営業収益 17,703 百万円（前期比 19.9%減）、純営業収益は 16,728 百万円（同 21.5%減）、営業利益は 7,368 百万円（同 12.8%減）、経常利益は 7,426 百万円（同 12.4%減）、当期純利益は 4,263 百万円（同 21.2%減）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2011 年 3 月期

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は前期比 3%増加した。一方、二市場合計における個人の株式委託売買代金は前期比 16%減少した。

同社の株式委託売買代金は、個人の株式委託売買代金の減少に伴い前期比 16%減少した。その結果、委託手数料は 13,455 百万円（前期比 12.8%減）となった。信用取引平均残高の増加により、金融収支は 6,283 百万円（同 4.9%増）となった。

営業収益 22,091 百万円（前期比 9.3%減）、純営業収益は 21,320 百万円（同 8.4%減）となった。一方、東日本大震災後の株式相場急変に伴い、先物・オプションの委託取引において顧客の決済損に対する立替金が発生し、立替金に対する貸倒引当金繰入額 2,378 百万円を計上したことから、販売費・一般管理費は前期比 8.2%増の 12,870 百万円となった。営業利益は 8,450 百万円（同 25.8%減）、経常利益は 8,479 百万円（同 26.6%減）、当期純利益は 5,410 百万円（同 29.4%減）となった。

2010 年 3 月期

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は前期比 24%減少した。個人投資家について、株価上昇による評価損益率の改善等があったものの、取引を積極化しなかったため、二市場合計における個人の株式委託売買代金は前期比 7%減少した。

同社の株式委託売買代金は、個人の株式委託売買代金の減少に伴い前期比 3%減少し、委託手数料は 15,424 百万円（前期比 2.9%減）となった。また、金融収支は 5,990 百万円（同 3.3%減）となった。

営業収益 24,346 百万円（前期比 8.9%減）、純営業収益は 23,276 百万円（同 4.9%減）となった。一方、システムのアウトソース契約の見直しにより、事務費が前期比 50.6%減少し、販売費・一般管理費は 11,891 百万円（同 18.1%減）となった。その結果、営業利益は 11,385 百万円（同 14.5%増）、経常利益は 11,545 百万円（同 15.5%増）、当期純利益は 7,661 百万円（同 10.7%増）となった。

2009 年 3 月期

日経平均株価は期首に 12,000 円台であったが、2008 年 9 月のリーマンショックにより、10 月に 7,000 円台まで下落した。その後、各国協調による金融安定化策や景気刺激策等が打ち出されたことにより、2009 年 3 月期末には 8,000 円台となった。

二市場（東京、名古屋の各証券取引所）合計の株式売買代金は前期比 31%減少した。個人投

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

資家について、株価下落による評価損益率の悪化が買い余力を低下させ、二市場合計における個人の株式委託売買代金は前期比 31%減少した。

同社の株式委託売買代金は、個人の株式委託売買代金の減少に伴い前期比 33%減少し、委託手数料は 15,888 百万円（前期比 28.1%減）となった。また、信用取引平均残高の減少により、金融収支は 6,196 百万円（同 49.0%減）となった。

営業収益 26,724 百万円（前期比 33.0%減）、純営業収益は 24,464 百万円（同 33.3%減）、営業利益は 9,943 百万円（同 51.9%減）、経常利益は 9,998 百万円（同 51.8%減）、当期純利益は 6,921 百万円（同 45.8%減）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表

貸借対照表　（百万円）	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 単独	14年3月期 単独
資産						
現金・預金	15,839	15,191	17,882	16,479	8,857	12,166
預託金	237,989	246,018	237,094	227,911	300,116	341,812
金銭の信託	75,751	22,450	8,766	9,608	19,067	21,867
トレーディング商品	1,980	1,823	1,802	1,687	1,402	1,307
信用取引資産	115,246	156,429	142,281	135,011	252,751	282,225
有価証券担保貸付金	3,109	5,143	4,827	14,689	12,225	9,636
短期差入保証金	2,139	4,148	6,191	3,337	3,749	4,122
未収収益	2,977	3,494	3,212	3,444	3,762	4,142
その他	10,037	3,118	1,155	1,642	518	1,466
流動資産合計	**465,067**	**457,814**	**423,210**	**413,808**	**602,447**	**678,743**
建物	330	309	294	275	253	232
器具備品	360	313	431	337	240	331
土地	435	435	434	434	434	434
有形固定資産合計	**1,125**	**1,115**	**1,160**	**1,047**	**927**	**998**
ソフトウエア	3,642	5,237	4,521	4,012	3,266	2,726
その他	11	10	8	6	5	1
無形固定資産合計	**3,653**	**5,247**	**4,529**	**4,018**	**3,271**	**2,726**
投資有価証券	320	302	262	214	3,562	5,201
長期貸付金	204	217	199	416	425	438
差入保証金	293	268	286	262	256	257
繰延税金資産	1,443	1,154	1,939	1,238	-	-
長期立替金	-	-	3,497	2,226	1,767	1,251
貸倒引当金	-875	-831	-3,430	-2,293	-1,959	-1,372
その他	915	802	77	128	107	111
投資その他の資産合計	**2,300**	**1,912**	**2,830**	**2,191**	**4,158**	**5,886**
固定資産合計	**7,078**	**8,275**	**8,519**	**7,256**	**8,357**	**9,610**
資産合計	**472,145**	**466,089**	**431,729**	**421,063**	**610,804**	**688,353**
負債						
トレーディング商品	192	294	229	286	611	699
信用取引負債	57,052	45,819	40,417	47,425	47,790	32,025
有価証券担保借入金	7,547	9,393	5,818	5,735	36,598	25,498
預り金	124,623	132,559	119,354	117,814	151,654	178,071
受入保証金	135,112	133,458	122,989	113,646	149,923	176,619
短期借入金	5,032	37,032	62,020	56,550	137,525	176,100
1年内償還予定の社債及び新株予約権付社債	28,298	26,506	-	-	-	-
その他	11,157	4,936	3,835	2,147	4,329	11,046
流動負債合計	**369,013**	**389,997**	**354,662**	**343,603**	**528,430**	**600,058**
社債及び新株予約権付社債	31,052	-	-	-	-	-
長期借入金	52	20	-	25	-	150
その他	655	205	207	207	433	859
固定負債合計	31,759	225	207	232	433	1,009
特別法上の準備金	2,283	1,665	1,108	1,067	1,100	1,922
負債合計	**403,054**	**391,886**	**355,977**	**344,902**	**529,963**	**602,988**
純資産						
資本金	11,944	11,944	11,945	11,945	11,945	11,945
資本剰余金	9,792	9,792	9,793	9,793	9,793	9,793
利益剰余金	56,835	61,929	63,488	63,900	66,378	69,841
自己株式	-9,474	-9,474	-9,475	-9,475	-9,475	-9,475
純資産合計	**69,090**	**74,203**	**75,752**	**76,161**	**80,841**	**85,365**
有利子負債合計	64,434	63,558	62,020	56,575	137,525	176,250
ネット・デット	48,595	48,367	44,138	40,096	128,668	164,084

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

資産

同社の資産のほとんどが流動資産（2014 年 3 月期末総資産の 98.6%）である。流動資産の主要項目は預託金（2014 年 3 月期末流動資産の 50.4%）、および信用取引資産（同 41.6%）である。

預託金

預託金は、金商法第43条の2第2項の規定に基づき、国内において信託会社等に信託している顧客分別金信託額である。顧客からの預り金および信用取引等の受入保証金を分別管理することにより計上される。

信用取引資産

信用取引資産は信用取引貸付金、信用取引借証券担保金から成る。

信用取引貸付金は、顧客の信用取引に係る有価証券の買付代金相当額を流動資産に計上するもので、契約期間が 1 年を超える取引、無期限の取引に係るものについても同科目で処理する。

信用取引借証券担保金は、日本証券金融（東証 1 部 8511）などの証券金融会社から貸借取引において株券を借りる場合に、当該株券借入れに対して差し入れている担保金である。

> 証券金融会社：制度信用取引の決済等のために、金融商品取引所の取引参加者等である証券会社に対して、取引所の決済機構を通じて有価証券及び資金の貸付けを行う貸借取引を、主要業務としている。

信用取引資産（百万円）	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
信用取引資産	115,246	156,429	142,281	135,011	252,751	282,225
信用取引貸付金	98,639	146,634	138,217	126,087	248,476	279,353
信用取引借証券担保金	16,608	9,795	4,064	8,924	4,275	2,872

出所：同社資料よりSR社作成

負債

同社の負債のほとんどが流動負債である。流動負債の主要項目は、信用取引負債（2014 年 3 月期末流動負債の 5.3%）、預り金（同 29.5%）、受入保証金（同 29.4%）、短期借入金（同 29.3%）である。

信用取引負債

信用取引負債は信用取引借入金と信用取引貸証券受入金で構成される。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

信用取引借入金は、証券金融会社からの信用取引に係る借入金である。同社によれば、日本証券金融の借入金利は0.77%であり、銀行借入れまたはコール市場からの調達金利と比較して割高である。そのため、同社は主に銀行またはコール市場の短期借入により信用取引の買い建てに対する資金を賄っており、同業他社と比較して、低コストで資金を調達できているという。

信用取引貸証券受入金は、証券会社が信用売りの売付代金を担保として受け取り、信用売建て相当額を流動負債に計上するものである。

信用取引負債（百万円）	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
信用取引負債	57,052	45,819	40,417	47,425	47,790	32,025
信用取引借入金	17,073	4,154	13,043	2,148	3,360	2,798
信用取引貸証券受入金	39,980	41,665	27,374	45,277	44,431	29,228

出所：同社資料よりSR社作成

預り金・受入保証金

預り金は有価証券の売買等に伴う顧客からの一時的な預り金である。

受入保証金は、信用取引の受入保証金、先物取引の受入証拠金などであり、信用取引受入保証金がその 8 割程度を占める。

受入保証金（百万円）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
受入保証金		128,036	135,112	133,458	122,989	113,646	149,923	176,619
信用取引受入保証金			99,327	97,262	97,536	86,338	116,910	140,940
先物取引受入証拠金			21,305	20,011	13,187	12,999	18,026	18,656
その他の受入保証金			14,480	16,185	12,267	14,308	14,987	17,023

出所：同社資料よりSR社作成

短期借入金

信用取引の買い建てに対する資金を短期借入れにより賄っているため、短期借入金は信用取引買い残の増減に伴い増減する傾向がある。主な借入先は、銀行およびコール市場である。

純資産

同社の純資産は、内部留保の積み上げにより増加傾向にある。2011 年 3 月期以降配当性向は 70～90%を維持するなど、株主還元に積極的であるといえる。

自己資本規制比率

自己資本規制比率は金融商品取引法第 46 条で定める 120%を大きく上回る水準を維持して

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

いる。

自己資本規制比率は、主に信用取引残高の増減により変動する。信用取引資産の 2%が取引先リスク相当額とされていることから、信用取引残高の増大は証券会社の取引先リスクを増大させ、自己資本規制比率を引き下げる要因となる。

自己資本規制比率	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
基礎的項目（A）	66,446	70,253	71,808	72,212	73,506	76,969
補完的項目（B）	2,410	1,927	1,136	1,079	3,319	5,196
その他有価証券評価差額金	-	13	-	-	2,199	3,260
金融商品取引責任準備金等	2,283	1,665	1,108	1,067	1,100	1,922
一般貸倒引当金	127	249	28	12	20	14
控除資産（C）	7,418	8,680	9,034	7,675	5,238	4,882
固定化されていない自己資本（D）	61,437	63,500	63,910	65,617	71,587	77,283
リスク相当額（E）	7,099	6,388	5,588	5,416	8,454	10,022
市場リスク相当額	3	3	-	-	551	813
取引先リスク相当額	3,409	3,671	3,349	3,267	5,841	6,518
基礎的リスク相当額	3,686	2,713	2,238	2,149	2,061	2,690
自己資本規制比率（D)/（E）	865.4%	993.9%	1143.6%	1211.3%	846.7%	771.0%

出所：同社資料よりSR社作成

自己資本規制比率：
証券会社は、有価証券等の売買を頻繁かつ大量に行うという業務の性格上、保有有価証券等の価格変動等、各種リスクをカバーする「固定化されていない自己資本の額」を常に維持している必要があり、金融商品取引法において、証券会社は自己資本規制比率を一定水準以上に保つことが義務付けられている。

金融商品取引法第 46 条の 6 第 2 項においては、金融商品取引業者は自己資本規制比率が 120%を下回らないように経営をしなければならない旨が記載されている。

証券会社は自己資本規制比率が 140%を下回ると、金融庁への届出が必要となる。また、120%を下回ると金融庁は業務改善を命じることができ、100%を下回ると業務停止を命じることができる。また、東京証券取引所でも、証券会社の自己資本規制比率が 140%を下回ると報告を必要とし、120%を下回ると有価証券の売買停止や制限を行うことができるとしている。

自己資本規制比率の算出は「金融商品取引法」及び「金融商品取引業に関する内閣府令」に定められている。固定化されていない自己資本の額をリスク相当額で割って算出します。

自己資本規制比率＝固定化されていない自己資本の額/リスク相当額

固定化されていない自己資本の額は、基本的項目＋補完的項目（引当金や劣後債務など）－控除資産で算出される。
・基本的項目：資本金、資本剰余金、評価差額金、自己株式
・補完的項目：引当金、劣後債務、評価差額金

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

・控除資産：固定的資産

リスク相当額は、市場リスク相当額、取引先リスク相当額、基礎的リスク相当額から成る。
・市場リスク相当額：保有する有価証券などの価格変動等による発生するリスクに相当する額
・取引先リスク相当額：取引の相手方の契約不履行などにより発生するリスクに相当する額
・基礎的リスク相当額：日常的な業務遂行上発生するリスクに相当する額

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書 （百万円）	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 単独	14年3月期 単独
営業活動によるキャッシュフロー (1)	102,118	-44,912	8,639	10,388	-74,775	-18,060
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-1,431	-3,272	-1,272	-1,439	-791	-1,142
FCF (1+2)	100,687	-48,184	7,367	8,949	-75,566	-19,202
財務活動によるキャッシュフロー	-74,828	-3,265	-5,310	-9,310	77,102	25,910
減価償却費及びのれん償却費 (A)	1,261	1,775	1,825	1,769	1,788	1,635
設備投資 (B)	-1,443	-3,297	-1,297	-1,492	-860	-1,161

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業活動によるキャッシュフロー

同社の営業活動によるキャッシュフローは、税引前純利益、減価償却費、法人税等の支払額に加え、信用取引資産及び信用取引負債の影響を大きく受ける。

信用取引買い残が増加/減少する場合には、信用取引貸付金の増加/減少により、キャッシュフローにマイナス/プラスの影響を及ぼす。また、信用取引売り残が増加/減少する場合には、信用取引貸証券受入金の増加/減少により、キャッシュフローにプラス/マイナスの影響を及ぼす。

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは、無形固定資産の取得による支出によりキャッシュフローがマイナスとなる。無形固定資産の取得は特にソフトウエアの開発投資による。

財務活動によるキャッシュフロー

財務活動によるキャッシュフローは、借入金の増減により変動する。信用取引買い残の増減に対応するために、借入金を活用することから、信用取引買い残が増加/減少する場合には、借入れの増加/減少により財務キャッシュフローはプラス/マイナスとなる傾向がある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

沿革

松井証券は、1918 年創業の中堅証券会社であり、戦後は歩合外務員中心に収益を上げていた。
現社長の松井道夫氏が1980年代後半に入社し、1990年より実質的に社長として社内改革を進めることで、証券業界の自由化の中で、発展を遂げた。

1980 年代後半から 1990 年代後半

松井道夫社長は 1953 年生まれ、松井証券の 4 代目社長にあたる。一橋大学卒業後、日本郵船に勤務、見合い結婚後に義父の経営する松井証券に 1987 年に入社した。当時の松井証券は歩合外務員を中心とした組織で、バブル時代（1980 年代から 1990 年初頭）は、経常利益で数億円から 20 億円程度を計上していたという。

松井道夫社長は、バブル崩壊の 1990 年に常務取締役営業本部長に就任し、同社の改革に着手した。バブル経済が弾けて、松井証券の業績も悪化、証券会社は営業マンによる勧誘行為が不可分とされていた中で、セールス活動を嫌がる顧客も存在すると考え、敢えて営業活動をしない通信取引を 1991 年に開始した。

当時の株式売買は営業マンが外回りで注文を取り、それを支店に連絡、夕方 5 時くらいに売買の成否、値段などの電話で連絡をしていた。それに対し、同社は電話取引に注力し、1 分から 2 分で売買の成立を連絡できた。その結果、1993 年に同社の通信取引は大きく伸び始めた。

その後、松井社長は、1995 年に社長に就任、1996 年に業界ではタブーとされていた株式保護預かり口座の手数料を無料化し、1997 年に店頭株式手数料を半額にした。

1990 年代後半から 2006 年

1996 年の第 2 次橋本内閣において金融ビッグバンが提唱され、1999 年に株式委託手数料が自由化された。

1998 年 5 月、同社は国内初の本格的インターネット取引「ネットストック」、国内初のインターネットによる信用取引、インターネットによる日経平均株価指数オプション取引「買建」の取扱を開始した。1999 年に株式委託手数料完全自由化により、一日定額制の新しい手数料体系「ボックスレート」を導入した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2001 年に SBI 証券がオンライン証券市場に参入し、手数料競争が激化する中、同社は、手数料でなく、信用取引の利便性向上に力を入れた。2003 年に国内初の無期限信用取引を開始した。また、同業他社が最低必要保証金率 30%の中、最低必要保証金率を 25%に設定するなど、信用取引のサービス向上に注力した。

株式市場の活況と対面証券からの乗り換えにより、オンライン証券の業績は 2006 年 3 月期にピークを迎えた。この間に、同社の株式売買代金は 2001 年 3 月期の年間 3.3 兆円から、2006 年 3 月期には 10 倍の 33.6 兆円にまで拡大した。それに伴い、営業利益は 2001 年 3 月期の 3,022 百万円が、2006 年 3 月期には 37,116 百万円となった。

2006 年 3 月期から 2012 年 3 月期

2006 年 1 月のライブドアショックにより、個人売買代金が減少し、オンライン証券の業績は低下基調となった。

2007 年 3 月期以降にオンライン証券各社の業績が悪化する中、同社は、主にコスト削減を進め、利益の確保に努めた。この間に同社の株式売買代金は、2006 年 3 月期の 33.6 兆円から 2012 年 3 月期には、約 4 分の 1 の 8.1 兆円にまで減少した。

システムコストの見直し等によりコスト削減を行い、販管費は 2006 年 3 月期の 17,034 百万円から 2012 年 3 月期には 9,360 百万円にまで低減した。

2013 年 3 月期以降

2013 年 1 月に信用取引の規制緩和に併せ「一日信用取引」を導入した。松井道夫社長は「一日信用取引」により、オンライン証券における競争環境を覆すとしている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

沿革

1931 年	株式会社松井商店設立
1947 年	松井證券株式会社に商号変更
1991 年	コールセンター取引を開始
1993 年	コールセンター取引の受注が増えて、営業を廃止
1996 年 4 月	株式保護預かり料の無料化を導入
1997 年 2 月	店頭登録株式の委託手数料の半額化を導入
1998 年 5 月	国内初の本格的インターネット取引「ネットストック」を開始 国内初のインターネットによる信用取引を開始 インターネットによる日経平均株価指数オプション取引「買建」の取扱開始
1999 年 10 月	株式委託手数料完全自由化により、一日定額制の新しい手数料体系「ボックスレート」を導入
2000 年 9 月	1 日定額手数料制の新「ボックスレート」を導入
2001 年 4 月	店頭外国為替保証金取引「NetFx」を開始 リアルタイム株価更新サービス「ネットストックトレーダー」を導入
2001 年 8 月	東証 1 部に上場
2001 年 12 月	「第 1 回ポーター賞」を受賞
2003 年 7 月	無期限信用取引を開始
2004 年 3 月	日計り取引の片道手数料の無料化を導入
2006 年 9 月	リアルタイム・トレーディングツール「ネットストック・ハイスピード」を導入
2008 年 6 月	米国 CME(R)上場の日経 225 先物「夜間先物取引」の取扱開始
2013 年 1 月	信用取引の規制緩和にあわせて、デイトレード限定の信用取引「一日信用取引」を導入

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

大株主

大株主上位10名	持株比率
松井 千鶴子	21.22%
有限会社丸六	12.58%
有限会社松興社	10.22%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	4.18%
Taiyo Fund L.P.	4.06%
松井 道夫	2.97%
松井 道太郎	2.88%
松井 千明	2.88%
松井　佑馬	2.88%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	2.87%

出所：会社データよりSR社作成

（2013年9月末現在）

株主還元

同社は、配当政策について、業績、信用取引を支える最適な自己資本水準、戦略的な投資の環境等を総合的に勘案した上で、当期純利益の30%以上を毎期配当していくことを基本方針としている。

2011 年 3 月期以降、配当性向は 70%を超えており、2014 年 3 月期は 1 株当たり 30 円の中間配当と、1 株当たり 20 円の期末配当（予定）を合わせ、年間の配当金額は 1 株当たり 50 円、配当性向は 78.8%となる予定である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	**本社所在地**
松井証券株式会社	〒102-8516 東京都千代田区麹町 1-4
代表電話番号	**上場市場**
03-5216-0606	東証 1 部
設立年月日	**上場年月日**
1931 年 3 月 20 日	2001 年 8 月 1 日
HP	**決算月**
http://www.matsui.co.jp/	3 月
IR コンタクト	**IR ページ**
常務取締役　和里田　聰	http://www.matsui.co.jp/ir/ja/
IR メール	**IR 電話**
ir@matsui.co.jp	03-5216-8650

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
株式会社アバマンショップホールディングス
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドン・キホーテ
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
株式会社ハピネット
パナソニック インフォメーションシステムズ株式会社
株式会社バルス
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社モブキャスト
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved